全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WILEY



CFA Institute

CFA协会
金融前沿
译 丛

华尔街证券分析

股票分析与公司估值

（原书第2版）

SECURITY ANALYSIS
AND BUSINESS
VALUATION ON
WALL STREET

A COMPREHENSIVE GUIDE TO
TODAY'S VALUATION METHODS, 2nd Edition

[美] 杰弗里 C. 胡克（Jeffrey C. Hooke） 著　林东 刘潇然 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



CFA Institute

CFA协会金融前沿译丛

华尔街证券分析

股票分析与公司估值

（原书第2版）

SECURITY ANALYSIS AND BUSINESS VALUATION ON WALL STREET

A COMPREHENSIVE GUIDE TO TODAY'S VALUATION METHODS, 2nd Edition

[美] 杰弗里 C. 胡克（Jeffrey C. Hooke） 著 林东 刘潇然 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

华尔街证券分析：股票分析与公司估值（原书第2版）/（美）杰弗里 C. 胡克（Jeffrey C. Hooke）著；林东，刘潇然译. —北京：机械工业出版社，2016.11
（CFA 协会金融前沿译丛）
书名原文：Security Analysis and Business Valuation on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods

ISBN 978-7-111-55204-8

I. 华… II. ①杰… ②林… ③刘… III. 证券市场－研究－美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 245383 号

本书版权登记号：图字：01-2015-1424

Jeffrey C. Hooke. Security Analysis and Business Valuation on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods, 2nd Edition.

Copyright © 2010 by Jeffrey C. Hooke.

This translation published under license.Simplified Chinese translation copyright © 2016 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

华尔街证券分析：股票分析与公司估值（原书第2版）

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码：100037）
责任编辑：冯小妹 黄姗姗　　责任校对：董纪丽
印　刷：三河市宏图印务有限公司　　版　次：2016年11月第1版第1次印刷
开　本：170mm×242mm 1/16　　印　张：26.5
书　号：ISBN 978-7-111-55204-8　　定　价：79.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261 88361066　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有 • 侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



编 委 会

主任/总编：谢大为 CFA　林　东 CFA

编　　委：Paul Smith CFA（CFA 协会全球总裁兼首席执行官）

专家顾问：Paul Smith CFA（英国）　Aaron Low CFA（新加坡）
于　华 CFA　张　磊 CFA
任建畅 CFA　李诗林 CFA

团队成员：谢大为 CFA　林　东 CFA　黄海东 CFA　罗　宁
李　骞 CFA　赵　明 CFA　刘潇然 CFA　郑　鹏 CFA
李　娜 CFA　田思雨　张　翘　刘冠吾
王煜杰　杨蕊菁　杨　萍　谭　璐
胡　超　苗陆洋

外籍顾问：Ekaterina Terskin　Peter M Klapkowski（刘欧亚）　Stephane Jeegers

联系邮箱：newfinancier_china@163. com

协会微博：weibo. com/cfabj

协会微信：cfabeijing（北京金融分析师协会）



微博二维码



微信二维码

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



丛书序

作为全球金融与投资行业的教育领袖和卓越专业典范，CFA 协会及其成员一向倡导追求精益求精的专业知识与技能。当今金融投资领域瞬息万变，充满前所未有的挑战。我们自觉有责任向客户提供不断更新的最佳解决方案，更好地服务于他们的利益。

能够获益于持续教育的远不止个人从业者。对于企业而言，在员工中推行持续教育可以更好地促进全面风险管理。一般来说，如果员工能够广泛理解行业中的最新动态和这些进展对其职能的影响，他们对风险的认识也会相应提高。而公司层面风险管理的提高，则有助于建立更加稳定的金融体系。

正因如此，当“北京 CFA 协会”（我们的成员协会之一）与“机械工业出版社华章公司”携手合作，翻译、出版一系列金融投资领域的外文专业书籍时，我们真诚恳切地表示支持。自 2013 年成立以来，“北京 CFA 协会”始终如一地向北京会员乃至广大金融界人士提供高水准的持续教育机会。然而，中国各地对金融投资知识的需求之多，仅凭“北京 CFA 协会”一己之力实难满足。我们希望通过本系列丛书，惠及越来越多的全国各地专业人士。秉持助力中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国金融业发展的理念，本系列丛书的编辑精心策划书籍内容，务求贴合中国从业人员的实践需要。对于各位国内金融和投资人员的“工具箱”，本系列丛书无疑能够锦上添花。

对于“北京 CFA 协会”为中国金融领域知识发展做出的有益贡献，我谨代表 CFA 协会在此表示祝贺及感谢，特别要感谢那些为本系列丛书的成功出版奉献出宝贵时间和精力的志愿者。

Paul Smith（施博文），CFA

CFA 协会全球总裁兼首席执行官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丛书序

（英文版）

As a leader in education and professional excellence in the global finance and investment industry, CFA Institute and its members champion the pursuit of knowledge and skills required for competent professional practice. In our fastchanging and ever more challenging industry, we owe it our clients to keep up to date on best practices in our industry and apply those to serve their interest.

The benefits of continuing education extend beyond individual professionals. For firms, continuing education among staff promotes better overall risk management. In general, employees' appreciation of risk improves if they have a broad understanding of what is happening in the industry and how it relates to their roles. Stronger firm-level risk management, in turn, helps build a more stable financial system.

That's why we earnestly supported our member society, CFA Society Beijing, with a Growth Funding award to pursue the translation and publication of a series of financial and investment books in Chinese, in partnership with the local publisher China Machine Press Hua Zhang. Since its

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

formation in 2013, CFA Society Beijing has been consistently delivering highquality continuing education opportunities to our members in Beijing and to the wider financial community. However, the demand from across China is vast and yet to be fulfilled. Through this book series, we hope to reach many more professionals throughout the country. With an eye to support the development of China's financial industry, the editors of this series have carefully curated the content most relevant to Chinese practitioners. Every finance and investment professional in China will find this series is a vital addition to their toolkit.

On behalf of CFA Institute, I would like to express my congratulations and gratitude to CFA Society Beijing for undertaking this valuable contribution toward growing the financial body of knowledge in China. Most especially, thank you to the volunteers who contributed precious time and effort to the successful launch of this series.

Paul Smith, CFA

President and CEO

CFA Institute

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



丛书介绍

金融街遇上华尔街

——北京 CFA 协会推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍

为丰富目前国内金融类图书典藏资源，使广大读者了解和学习更多的西方前沿金融理论，促进东西方金融市场的碰撞、交流和融合，加速国内金融行业的完善和发展，同时也为广大 CFA 会员提供更多更好的继续教育素材，推动会员学术水平的提高，北京 CFA 协会于 2014 年起致力于华尔街优秀图书的甄选和翻译编撰工作，与机械工业出版社合作，连续推出“CFA 协会金融前沿译丛”系列书籍。北京金融街乃至国内金融界将接受一场华尔街经典的洗礼。

机械工业出版社与 CFA 中国有着密切的合作，自 2012 年开始，陆续出版了 CFA 系列课程的中文译著，包括“CFA 协会投资系列”“CFA 协会机构投资系列”共 13 本。

同时，机械工业出版社已推出多本销量卓著的金融类经典译著，如 2005 年推出的《巴菲特致股东的信》(沃伦·巴菲特) 和《战胜华尔街》(彼得·林奇)，销量分别达 13.3 万册和 50 万册；2008 年推出的《漫步华尔街》(伯顿·马尔基尔)，销量达 7 万册。

另外，机械工业出版社具有广泛的销售渠道（包括书店、线上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电商等）和多样的营销手段（包括客户关系维护、媒体宣传、组织各类读书会等）。

我们相信，只要本着专注和服务的心态，用心做好书籍的编译和出版工作，"CFA 协会金融前沿译丛"系列译著一定不会辜负各位读者的期望。这些译著将成为各位提升专业知识、了解金融前沿领域的最佳素材，请广大会员、考生及社会各界人士给予关注和支持！让这场华尔街经典与金融街的碰撞来得更猛烈些吧！

"CFA 协会金融前沿译丛"简介

	书　名	书籍亮点
	投资组合绩效测评实用方法（原书第2版）	作者：卡尔・培根 译者：黄海东 本书作为投资组合风险管理和归因分析的专业书籍，注重实践和应用，帮助读者了解在目前的金融环境下计算和评价投资组合收益的方法，以便于后续调整投资策略和改进投资收益。此领域的专业书籍在国内鲜有所见。本书将填补国内相关领域专业书籍的空缺，是基金经理等投资人士的最佳选择之一。
	出版状态	
	2015年3月已出版。	
	REITs：人员、流程和管理（房地产投资信托基金）	作者：戴维・帕克 译者：罗宁　刘潇然 本书介绍了房地产信托基金管理的相关实践，包括投资经理需要了解的风险管理等相关知识。本书总结了最近房地产信托基金管理相关的专业文献和目前行业的前沿理论和实践，结合不同房地产信托基金管理者的观点及作者本人25年在房地产信托基金方面积累的运作经验，为读者提供了坚实的理论和实践基础，为基金的投资决策和管理提供了引导。
	出版状态	
	2015年10月已出版。	
	现金流建模边学边练	作者：基思・奥尔曼 译者：杨萍　谭璐 本书主要介绍了现金流模型的搭建方法和体系。不同于其他的金融建模书籍，本书专注于展现完整的系统性的模型搭建体系，介绍了一个完整的现金流模型的各个组成部分及搭建步骤。本书将概念介绍和模型创建完美地结合在一起，使读者在理解相关概念的同时，能够将所学概念应用到模型的创建中来。通过分步骤、有层次地、完整系统性地介绍和示范整个现金流模型的创建过程，本书达到了手把手教授 Excel 建模的最终目标。
	出版状态	
	2015年12月已出版。	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	书名	书籍亮点
	华尔街证券分析 （原书第 2 版） **出版状态** 预计 2016 年 11 月出版。	作者：杰弗里 C. 胡克 译者：林东　刘潇然 本书是证券分析领域的经典之作，被众多评论者称为“当代的格雷厄姆”。本书可作为公募基金、私募股权投资基金、对冲基金、投资机构、投资银行及公司并购等领域人士的完美工具。本书为读者提供了一些经典的证券分析和商业估值案例分析。本书一些章节已被收纳到 CFA 二级教材里，作为证券估值相关内容的重要组成部分。本书作者杰弗里 C. 胡克是 CFA 持证人，来中国做过很多次演讲，与北京 CFA 协会长期保持着良好的互动关系。
	债券投资策略 （原书第 2 版） **出版状态** 2016 年 1 月已出版。	作者：安东尼・克里森兹 译者：林东 本书作者安东尼・克里森兹是 PIMCO 公司的投资经理兼高级副总裁。本书向我们介绍了在投资组合中加入债券的方式和方法，这些方法虽然简单，却非常有效。本书还介绍了美联储下一步利率调控预测等相关内容，提供了通过收益率曲线预测未来资本市场和经济走势的相关方法等。本书不只是单纯的理论介绍，还包括了投资策略的应用和实践，专注于实际应用是本书的亮点之一。
	债券组合投资 **出版状态** 2016 年 5 月已出版。	作者：维尼尔・班萨利 译者：刘乃郗 本书中太平洋资产管理公司的执行副总裁、投资组合经理维尼尔・班萨利分享了他在长期实业中进行投资组合管理所积累下的经验。他深入研究了固定收益投资中的所有内生风险因素，包括收益率曲线变换、流动性风险、政府宏观政策等。作者依据长期的专业经验以及学术研究动态，在本书中描述了许多少见却非常具有价值的洞见，比如基于期权的估值，测量流动性风险与压力，资产筛选与风险因子，建立最高水平、最新技术的宏观模型，市场中的无效率，跨市场联系，收益与风险预测，尾部风险测量与管理等。作者在书中向读者展示了关于风险管理的最新研究框架。尽管这本书的内容具有极高水平，但是作者强调在进行实践比如时机测试或者市场波动性考量时，要更加重视常识与常规方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

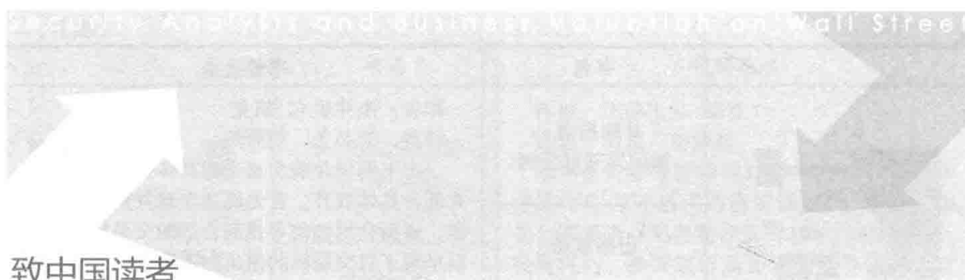
（续）

	书名	书籍亮点
	并购指南：如何发现好公司	作者：杰弗里 C. 胡克 译者：李必龙　刘潇然 本书围绕并购交易中的具体操作，分为五大部分具体展开。首先简述全球并购行业的背景，进而介绍如何寻找到合适的交易标的，之后呈现了对交易标的做出财务分析和并购估值的具体操作方法及各种方法的利弊，最后分析了交易过程中双方合并的节点、交易架构的设计和可能遇见的特殊情况。本书秉承胡克先生专著的一贯特点，以通俗活泼的语言介绍了大量务实、专业、系统的知识，并列举了翔实贴切的经典与最新案例，强调理论在实际操作中的应用。
	出版状态	
	2016 年 1 月已出版。	
	证券化与结构化融资：全流程最佳实践指南	作者：马库斯·克雷布兹 译者：夏杨　蒋则沈 本书深入证券化业务生命周期各个环节的研究视角富有开创性，完整周密且注重实用。本书为各类致力于支持和促进证券化市场健康运行的市场参与者提供了富有价值的参考。
	出版状态	
	2016 年 9 月已出版。	
	并购套利：如何从事件驱动套利中获利	作者：托马斯·柯克纳 译者：黄海东 并购套利，也被称为风险套利，本书是这个领域最有效和最权威的书籍。共包含三个部分，第一部分讲述套利的基本过程，第二部分讲述套利方法可能存在的缺陷，第三部分讲述一些实际问题的解决方案。如果你想获得并购套利和利润，这本书会帮你取得成功。
	出版状态	
	预计 2016 年 12 月出版。	

北京金融分析师协会

（CFA Beijing Society）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致中国读者

我非常高兴向大家推荐《华尔街证券分析：股票分析与公司估值》（原书第2版）中文版。第1版曾在中国广受欢迎，我衷心希望增补后的第2版同样能获得成功。

首先，我向林东先生翻译本书的辛勤工作致以敬意和衷心感谢。他的贡献为中国金融界的从业人士和学术界带来了福音。同时非常感谢CFA协会北京分会对本次出版的大力协助，感谢它们一直在中国投资界努力推动宣传证券分析知识。

身为投资银行家、私募股权专业人士，我造访过中国很多次。在这么多次的旅行中，我遇到了很多金融从业人士、大学教授和商学院的学生。我的亲身经历显示，中国的资本市场正逐渐转变为与美国、欧洲、日本等大型经济体相类似的模式。

该模式的核心之一就是，对股权类市场（既有公开市场，也有私募市场）的倚重，股权市场在风险资本的有效配置中担任“领头羊”的角色。证券分析（有时也称为商业估值或股票分析）在这一配置过程中发挥着重要的作用。它为从业人士评估公开交易的股票、私募股权交易、兼并收购和其他一些商业机会提供了框架。不仅如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，它还让我们具备了按逻辑性、一致的思路对比投资的能力。

本书介绍的方法在全球范围内被广泛接受，但是各个国家之间有些许差别。我会用几章的篇幅刻画在发达资本市场（如美国）是如何应用这些方法的，以及作为对比，介绍这些方法在新兴市场（如中国）如何恰当应用。

中国的资本市场本身就是一个很大的行业——在各个领域都需要数量庞大的从业人员。该行业本身的特性（以及投资流程的特性）都在呼唤各个交叉领域的人才，例如：

- 证券公司、对冲基金、养老金、商业银行、保险公司、共同基金、主权财富基金的股票分析师；
- 从事公开发行与并购的投资银行家；
- 并购基金、风险投资基金的专业人士；
- 公司的财务高管、业务拓展类部门的专业人士；
- 与证券交易类相关的机构和银行贷款类专员；
- 企业的投资者关系部门、公关公司的专业人士；
- 商业评估师，包括评估公司、会计师事务所、咨询公司；
- 和企业类客户就证券相关问题一同工作的律师；
- 审计上市公司会计报表的独立会计师事务所；
- 负责监管资本市场的监管机构。

随着中国资本市场的日渐完善与复杂，这些专业人士将从现代证券分析的丰富知识中获益。我衷心希望本书能为大家的职业生涯提供帮助。

杰弗里 C. 胡克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序言

当一个人听到“证券分析师”这个头衔时，可能首先联想到的是一个两眼通红的鼓捣数字的人，在金融报告和电脑显示器前佝偻着腰的形象。通过从大量的数据中进行筛选，分析师永无止境地寻找着在公开交易中被低估了的股票。从狭义的观点来看，上面的经典印象并没有错，但是证券分析专业已经催生了一整套专门的商业估值流程。许多包含私募股权、并购、公司评估和政府监管等的学科都在采用这类过程。当下证券分析这门学科的使用者来自不同层面，具体包括：

- 共同基金、养老基金、商业银行、捐赠基金、保险公司、对冲基金和主权财富基金的证券分析师；
- 并购基金、风险投资基金和对冲基金中的私募股权专家；
- 公司财务主管；
- 专事并购的投资银行家；
- 面向并购和买断交易的机构贷款员；
- 大学和 MBA 院校中的商科学生；
- 企业和公关公司中的投资者关系专家；
- 评估机构、会计师事务所和咨询公司中的企业价值评估师；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 金融和税务方面的律师；
- 需要对证券定价评估报告、商业评估报告和企业价值评估报告进行审核的独立会计师事务所；
- 美国国税局（IRS）、证券交易委员会（SEC）、联邦储蓄保险公司（FDIC）、公众公司会计监督委员会（PCAOB）、货币监理署和美联储（及其国际同行）中的政府监管人员；
- 信托银行和私人财富顾问；
- 经验丰富的个人投资者。

在华尔街，证券分析师和企业评估专家的意见左右着财富的获得和流失。他们会评估公司发行普通股、借债或者在并购交易中出售的前景。对于专业投资者、财务主管或者公司经理来说，了解专家如何给公司定价非常重要。毕竟，企业所有权的价值就是别人愿意为它支付的钱。无论你是一个全职的投资经理人，还是私募股权公司、对冲基金或者企业收购者，理解这些从业者的评估方法框架可以说是最优化投资结果的先决条件。

现在这本书的作用比 20 世纪 30 年代发生经济大萧条以来的任何时候都要关键。在过去的 10 年间，我们见证了两次全球证券市场崩盘和一次需要政府大力干预的金融危机。这些灾难的一个主要影响因素就是投资者、放贷人和监管者没能坚持证券分析的基本原则。内部尽职调查、逆向思维、交叉校验以及经济衰退测试这些手段，统统向便利、成本削减和短期利益做出了让步。希望这数万亿美元级别的灾难能够警示人们，一定要注意本书中列出的久经时间考验的证券分析的基本原则。

什么是证券分析

证券分析是以理性、系统的方式对证券进行估值的知识体系。它有一条核心原则：长期来看（例如 2～3 年），股票的价格反映了发行公司的经营前景及其经济环境。然而，在短期内，强势的交易和心理因素常常会影响股票价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是，股票的定价就成为“理性”与“非理性”群体之间的拉锯战。

证券分析师都是专业人员，他们精通评估公开上市或私募股权价值的原则与方法。他们的目标是获得优异的投资业绩。

他们受雇于共同基金、养老基金、保险公司或经纪公司，密切关注着金融市场并对个股进行研究。

证券价值反映了不确定性

一只证券（或一家公司）的价值取决于许多易变的因素，所以，要先验性地确定某一分析师意见的准确性十分困难。除其他因素外，分析师的预测还面临着这些挑战：预期之外的宏观经济指标，如利率的变动；无法预料的影响某一特定公司的事件，如出现了新的竞争对手；对某一行业的非同寻常的冲击，如技术的革新。这三类因素都会使股价发生剧变。在其他一些时候，股价会因与宏观经济、行业动向、业务经营毫不相关的因素而发生变化。例如，股票交易形成的特定形态促使人们去买卖股票，因为他们坚信，过去的交易趋势能预示未来的价格。

于是任何股票的市场价格都反映了许多相互矛盾的预期与假设，并随着投资者对信息和环境的重新评价而发生变化。如果这一分析过程还不够复杂，行为谨慎的公开市场投资者、私募股权基金或者公司并购方还需考虑影响金融资产价值的人为因素并采取相应对策。投资者的各种心理情绪因素会时不时地笼罩某一只股票、某个特定行业或是整个市场，使从众心理压倒了理性解释而占据上风、掌控定价。为由此产生的价格寻找经济依据的投资者，最好为接踵而至、蜂拥逃窜的人群让开道路。

由于迥异的投资风格和不可预测的未来事件都对股价有重大影响，大多数公募经理和私募股权的投资经理并不能持续挑选出表现超越大盘市场指数的股票，这点也就不足为奇了。实际上大量的学术理论研究已经表明，持续性地“超越市场”是不可能的。公开上市的股价已经反映出所有可以获得的信息，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募并购交易也广为传播。其结果就是，做再多的研究也不能带来超过平均水平的投资业绩，那些业绩记录卓越的投资组合经理只不过是随机概率法则的受益人。迟早概率法则会把他们带回，他们的业绩表现终会回归常态。股指基金和 ETF 基金的快速成长，就是这一理论被广泛接受的显著证据。

理性的概念

作为一个研究领域，证券分析排斥“长期来看股票投资者注定只能赚取市场回报”的观点。与此相反，它认为买卖股票的选择应以对投资价值的理性分析为基础、以严谨的态度与高度的纪律性长期坚持这种理念，会获得超额回报。本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）在他们划时代的著作《证券分析》（*Security Analysis*）中提出了这一“理性”概念。自该书于 1934 年出版以来，这一概念得到了广泛的认同，他们关于公司估值的按部就班的严谨流程也为众多其他领域，例如私募股权基金、并购、商业评估沿用。

最近趋势

本书第 1 版在 1996 年一经出版就受到了广大读者的欢迎。久负盛名的财经杂志《巴伦周刊》称本书为“格雷厄姆和多德的大受欢迎的继承者”，而负责颁发特许金融分析师称号的特许金融分析师协会（CFA Institute）则采纳了书中的一部分内容作为全球特许金融分析师（CFA）考试的内容。在几位商学院教授的推荐下，本书第 1 版经过修改后被编入了 MBA 学生的教科书，这对于一本由从业者撰写的投资书籍来说很罕见。本书中的实践性方法引起了世界性的关注，本书的中文译本的印刷量已经接近了英文版。

但是，1996 年以后，投资估值的大环境已经发生了翻天覆地的变化，这些变化包括以下几个方面。

互联网的发展。互联网的广泛使用和宽带连接可用性的不断提升意味着新的公共信息能够同步传输给市场参与者。由于主要投资人和证券交易所都连上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了网，在得到信息后的几毫秒内，相关证券的交易就会发生。

计算能力的增加以及计算成本的降低。新信息一旦涌入，就会被相当多的拥有强大计算能力的参与者以无数方式进行切割。利用已经融入了证券分析原则的成熟软件，电脑可以实时筛选价格差异并据此做出相应的交易。从短期来看，电脑可以替代那些编出这些程序的人。只要投资者的初始响应经过电脑处理，电脑就可以通过处理大量相关的数值数据来帮助从业者做出长期决策。

两次市场崩盘的影响。2000～2001 年和 2008～2009 年的两次市场崩盘表明投资者现在面临的投资环境显然比本书第 1 版出版时更加严峻。监管人员、会计公司和信用评级机构，这些市场上最重要的裁判员未能阻止将会带来泡沫和萧条的陋习，这给从业者带来新的顾虑。

金融衍生产品的极端增长。金融衍生产品例如远期、期货、期权和互换增长得极其迅速，数量在过去的 10 年里翻了 5 倍。造成这种结果的原因是设计和交易这些金融工具的科技进步了，以及金融衍生产品市场的规模并不受标的证券实物供应的限制。比如，美国企业债券互换的名义价值比所有未偿付的企业债券加起来的价值还要高几倍，而证券衍生产品的名义价值大致和所有美国公开交易的普通股的总价值相当。

独立专家的参与越来越多。第 1 版出版时，对公开交易板块的研究依赖于公司管理层提供的信息，出于对建立人脉所需要的时间和成本的实际考虑，当时作者和独立信息源的接触十分有限。互联网降低了这种依赖性。此外，现在许多公司都会为投资者提供机会，同成千上万名对各种公司和行业有着深刻见解的专家沟通。分析师因此可以得到关于企业战略和行业发展趋势的多种观点。

证券分析的全球化。由于世界上经济大国之间的经济联系越来越密切，因此要想得到比较适当的证券分析就必须对国际化有一定考虑，而这在 20 世纪 90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代是不必要的。西欧、日本、澳大利亚和其他发达国家的发展趋势对国内证券的定价变得越来越重要。新兴市场证券的流行给证券分析带来了另一项挑战，尽管新兴市场证券在8年前还表现欠佳。

私募股权和并购交易的增加。私募股权基金所控制的资产已经按指数速度增长了多倍，而且这些基金已经在全球范围内完成了大量交易。它们使用的分析方法和证券分析方法是很相似的。与此同时，随着公司不断想要通过收购而不是内部建设来寻求公司增长，公共企业（以及私有企业）间的并购交易也增长了很多倍。

对冲基金和做空的崛起。在本书第1版出版时，对冲基金还只是金融市场中的小角色（但很快就不是了）。2000～2001年，由互联网股票导致的证券价格崩盘使得机构投资者确信只做多头的基金是有局限的，市场中性策略的收益是很可观的。理论上来说，对冲基金拥有在市场处于下跌期时通过卖空获益、在市场处于上涨期时通过做多盈利的能力，它确实提供了这样的可能性。但2008年的市场崩盘表明这种可能性不过是海市蜃楼。现在，对冲基金的交易占纽约证券交易所中所有交易的50%，这些基金将做空的做法放到了聚光灯下。

经纪公司、会计和企业价值评估师的估值丑闻。20世纪90年代的大牛市在某种程度上是受到了华尔街经纪公司证券分析师的推动的，他们发布了关于投机类互联网公司和不可靠技术公司的过度乐观的报告。为了巴结他们的老板、为他们的银行同事争取咨询业务，分析师在研究中妥协了。在2003年，经纪公司支付了14亿美元才得以了结对于它们的研究会误导投资者的指控。由于这次庭外和解的教训，它们开始了一系列改革。卖方分析师团体的地位受到了这些事件的影响，它们的可信度（虽然原来也不是那么强）需要多年的时间才能够得以恢复。与此同时，会计和企业价值评估员未经签字就同意了私营企业高管虚报低价的期权价格，结果改变了会计结果和应缴所得税。

对企业价值评估报告的要求增加了。上述所说的一些陋习促使美国联邦政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府制定了相关规定，要求上市公司（和即将上市的公司）必须对高管期权、与并购相关的无形资产和其他产品做第三方评估（独立于公司的外部审计）。这条规定波及许多采用外部审计的私营企业。

指数基金、交易所交易基金和指数尾随的增长。指数基金和交易所交易基金（ETF）只收取很低的费用，代表投资者根据某个宽基市场指数（例如标普500指数）或者某个特定的分类指数（例如罗素中型股价值指数）来购入预先设定的一揽子股票。这些基金占所有共同基金总资产的30%，它们的增长表明投资者并不信任主动管理型基金经理人选择产生超额收益股票组合的能力。与此同时，许多经理人对自己的技术缺乏信心，他们会买入追踪某个特定指数的股票，这样的话就能降低收益不佳的风险，但同时也降低了超额收益的可能性。这种做法也称为指数尾随或者拥抱指数。指数基金和指数尾随的二重增长趋势，给那些做了充分工作、反对被动选择并且从长远考虑的分析师提供了机会。

为什么要研究证券分析和企业价值评估

证券市场对经济政策、企业决策、养老金计划和就业有很大的影响，但是许多投资者、商业人士、政府官员和学生却不了解企业价值评估这一证券价格的概念基础。事实上，有很多人认为证券交易只是一种价格不断浮动的游戏。投机性因素在证券市场扮演了一个很重要的角色，但是对于许多人来说只有严谨的证券分析才能保证持续的收益。

在国际层面上，越来越多像中国和印度这样的大型发展中国家越来越依靠于证券市场将资本配置给本地企业，因此它们必须建立自己的企业价值评估能力。

内容概述

为了便于读者的理解，本书分为五大部分。

第一部分：投资环境。第一部分对普通股发行、研究、购买和出售的环境进行了描述。除了探究投资者为什么一开始要对公司进行分析，我们还探究了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场参与者、证券市场的规章制度、首次公开发行相关的活动以及投资信息源所扮演的角色。公开交易的普通股的价格对私营企业定价是很有影响力的，这对于非公开投资、税务和会计计算以及其他方面都很关键。

第二部分：证券分析及撰写研究报告。对一个特定产业的投资价值是通过一套系统的方法评估出来的，公司的历史和前景都要考虑进来。第二部分讨论了这套方法的顺序和评估报告的格式。

第三部分：评估及投资决策。在评估报告的结论部分，证券分析师必须回答两个问题：①这个公司是否得到了公允的评估？②基于上一个问题的答案，我应不应该推荐投资这项生意？并购、私募股权和其他方面的用户根据评估报告会采取不太一样的行动。第三部分规定了给出上述答案的必要框架。

第四部分：特殊情况。训练证券分析技能所使用的公司模型通常是一家销售和收入持续增长的美国制造商，而大多数公司并不符合这个模型。第四部分对特定行业、私募股权策略和国际市场进行了评述。

第五部分：结论。第五部分关注投资者是如何应对 10 年间的两次市场崩盘的。这本书以一些观察结果和箴言作为结束。

第 2 版的新内容

可靠的证券分析（或者企业评估）所需要的一步一步的、条理性的分析过程从第 1 版出版后没有变动过，它在过去的 75 年里也基本保持不变。但是，投资环境、评估技术和产业界定随着时间的推移不断变化，这就要求我们对书中的基本方法进行持续不断地修正。

第 2 版包含的修订内容对一些实际应用进行更新并添加了深刻见解。这些修订内容具体如下。

- 投资环境。第 1 ~4 章添加了新的投资环境内容，例如华尔街商业银行的主导地位、证券分析师无法预见价格泡沫、2008 年金融危机对产业的影响、机构依赖计算机模型而非人工分析员、监管人员极其不情愿在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管上显示出主动性。由于互联网的使用和独立数据服务的出现，作者在第 4 章“信息的其他来源”中对相关内容进行了修订。

- 行业分析、具体公司分析。对第 5 ~ 7 章进行了修订和更新。这些章的基本主题保持不变，但是内容更简洁了。
- 公司财务报表分析。第 8 章再次强调了企业评估过程中财务报表分析的主要内容，并引进了一个全新的案例分析。本章还提醒从业者要降低他们的预测期望。
- 会计数据的局限性。第 9 章讨论了一些最近的会计丑闻，这些丑闻使得证券分析师的工作更难做了。强制执行和惩罚措施的缺乏必然导致这类丑闻在未来还会再次出现。
- 财务分析和公司分类。第 10 章对先锋型公司、成长型公司、成熟型公司和衰退型公司进行了清晰的定义，并说明了如何将一个公司归入以上类别。尽管这些公司类别的术语在华尔街上被广泛使用，但是许多从业者缺乏进行公司分类所需的坚实的基础理论。
- 评估方法。将书里的实例进行了更新。相较于仅仅关注于方法本身的流程，每种方法（贴现现金流评估法、可比上市公司评估法、可比企业并购交易评估法和杠杆收购评估法）的应用实例均致力于为制定决策建立基础。第 17 章对杠杆收购评估法进行了一些修改。第 18 章对分拆一家大型多元化企业后所产生的所得税衍生问题进行了评论。
- 投资建议。第 19 章展示了通过应用这本书中说明的华尔街方法，一份恰当的评估报告是如何引导人们做出购入还是出售的决策的。
- 特殊情况。大多数公司是不符合教科书模型（盈利的国内制造商）的条件的。考虑到这个问题，第 21 ~ 25 章提供了新的案例。
- 国际化。商业在本质上正变得越来越全球化，因此这本书回顾了一些会影响投资决策过程的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除此之外，第2版增加了4章。

“内在价值与现金流量折现”（第13章）。这一章之前是前一章的一部分，而现在这个主题值得单独探讨。这一章对从业者进行了一些强调，其中包括要降低预期。

“现金流量折现法：选择正确的折现率”（第14章）。受大家欢迎的资本资产定价模型（CAPM）在应用中是有缺陷的。第14章回顾了这些缺陷，并提供了一个案例分析。在该案例中，同时使用资本资产定价模型和另外一种方法来确定合适的折现率。本书没有列出复杂理论和公式来完成这项从本质上来说其实很简单的工作。

“私募股权投资”（第20章）。本章说明了私募股权公司和对冲基金是如何考虑对未上市企业投资的，以及其所使用的方法和对纽约证券交易所中公开交易的证券进行投资的投资者使用方法的不同之处。作为一个前私募股权投资者，我会提供一些内幕爆料。

“资产的繁荣和萧条”（第28章）。在过去的10年中，我们已经见证了两次市场崩盘。公开发行股票投资者、私募股权公司、公司收购者和政府监管人员应该预期每7~10年就会发生一次衰退，并在这个统一的框架下进行活动。我会在第28章讨论这个问题。

这本书无法承诺能够帮助你获得更优的股票市场成果、做成一笔更好的私募股权交易，完成最佳的并购交易，或者说写出一份最好的公司评估报告。说实话，没有什么书敢宣称能产生这样的效果。这本书对企业评价和投资决策过程做出了一个实际而面面俱到的评述。读完这本书后，读者能做出更可靠的判断，并能直面金融市场上不计其数的陷阱。

杰弗里C. 胡克

切维切斯，马里兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录

丛书序
丛书序（英文版）
丛书介绍
致中国读者
序　言

第一部分　投资环境

第1章　为什么进行证券分析　/ 2

证券分析的起源　/ 2
并非盈利的保证　/ 4
日常交易与证券分析　/ 5
羊群效应与证券分析　/ 5
趋势投资者　/ 7
博弈论与证券分析　/ 7
证券分析的前提　/ 9
科学的方法　/ 10
证券分析技巧　/ 12
基本估值方法　/ 12
其他估值方法　/ 15
小结　/ 16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 谁在从事证券分析和企业评估 / 18

证券公司及其分析师 / 19
大型的机构投资者 / 22
一门濒危的艺术？ / 23
指数基金和交易所交易基金 / 26
小型资产管理公司 / 26
评级机构 / 28
个人投资者：一个特殊的群体 / 29
企业价值评估 / 30
小结 / 30

第3章 寻求公平的竞争环境 / 31

证券监管历史概述 / 33
最高监管机构：证券交易委员会 / 35
销售和交易行为 / 37
保证金管理 / 39
新发行股票的生命周期 / 40
小结 / 52

第4章 信息的其他来源 / 53

商业媒体 / 54
免费的互联网 / 55
有偿服务的互联网 / 56
行业协会、咨询公司、政府出版物和金融组织 / 57
信用评级机构 / 57
证券公司研究报告 / 57
通讯社 / 58
独立专家服务 / 59
小结 / 59

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分　证券分析及撰写研究报告

第 5 章　为什么进行证券分析　/ 62

证券分析的流程　/ 63
研究报告范本　/ 64
分析师的职责　/ 65
层层递进的预测　/ 66
选择股票来研究：自上而下与自下而上　/ 68
有限的时间和资源　/ 69
安全边际　/ 69
小结　/ 70

第 6 章　行业分析　/ 72

背景　/ 73
行业分析解构　/ 74
行业分类　/ 75
外部因素　/ 80
需求分析　/ 86
行业研究中的供给分析　/ 92
获利能力、定价和行业分析　/ 93
国际竞争与市场　/ 95
小结　/ 97

第 7 章　具体公司分析　/ 98

系统方法和竞争优势　/ 99
概述和业务描述　/ 105
产品和市场部分　/ 106
生产和分销　/ 109
竞争分析　/ 112
业务评论中的其他主题　/ 113
小结　/ 116

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 公司财务报表分析 / 118

开始调查 / 119
分析的原始素材 / 120
财务报表分析手段的演变 / 121
基本方法展示 / 122
内曼·马库斯公司财务分析的总结 / 135
小结 / 137

第9章 会计数据的局限性 / 138

基本会计问题 / 140
国际性问题 / 140
有关特定公司的问题 / 143
上市公司的基本目标 / 147
案例研究：稳定公司 / 148
小结 / 162

第10章 财务分析和公司分类 / 164

公司分类 / 165
成熟型公司 / 165
成长型公司 / 166
周期型公司 / 169
衰退型公司 / 175
转型公司 / 175
先锋型公司 / 176
财务游戏 / 177
新增发行在外的股份数？ / 180
小结 / 180

第11章 财务预测指标 / 182

预测的流程 / 183
典型的财务预测 / 183

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他预测方法 / 184
对亨斯迈化工预测的评论 / 187
准备预测 / 188
周期型公司预测 / 191
曲棍球棒现象 / 192
小结 / 194

第三部分 评估及投资决策

第 12 章 评估方法 / 196

评估每种方法 / 197
使用多种方法 / 198
小结 / 199

第 13 章 内在价值与现金流量折现 / 200

应用现金流量折现法时的问题 / 201
现金流量折现法与相对价值评估 / 204
现金流量折现和市盈率比率 / 204
现金流量折现估值的过程 / 206
小结 / 209

第 14 章 现金流量折现法：选择正确的折现率 / 210

贝塔系数 / 212
用以计算股东权益收益率的方法——积层法 / 214
特殊案例 / 215
小结 / 217

第 15 章 相对估值法 / 218

房地产的类比 / 219
案例研究：现代派遣服务业 / 220
为首次公开发行进行估值 / 223

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表项目和相对价值 / 223
多高算是高 / 224
小结 / 224

第 16 章 边缘公司的业绩评估 / 226

如何定义“存在问题的公司” / 227
小型公司和相对价值 / 234
小结 / 234

第 17 章 并购市场、证券分析和估值 / 235

理解杠杆收购 / 237
杠杆收购的运作机制 / 238
案例研究：KEANE 公司 / 239
私募股权公司应该支付多少钱 / 240
杠杆收购估值以及对上市公司的证券分析 / 242
战略型收购估值 / 242
小结 / 243

第 18 章 分部加总法 / 244

背景介绍 / 245
税收更有利于资产分拆而非现金出售 / 246
分部加总法举例 / 247
业务部门的估值 / 247
非经营性资产和负债 / 250
揭开分部加总法价值的面纱 / 251
小结 / 252

第 19 章 投资建议 / 253

自上而下分析过程摘要 / 255
折现现金流法估值 / 258
相对价值法/分部加总估值法 / 260

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购价值 / 262
杠杆收购法 / 263
投资推荐意见和结论 / 265
小结 / 266

第四部分 特殊情况

第20章 私募股权投资 / 268

行业细分和规模大小 / 269
费用结构 / 270
私募股权基金并没有跑赢标普500指数 / 271
私募股权基金和信息的收集 / 271
私募股权基金对上市公司的估值方法做出修改 / 272
对流动性和控制权的调整 / 273
小结 / 276

第21章 自然资源类公司 / 278

一般方法论 / 278
自然资源类公司的财务报告 / 280
案例研究：Encore Acquisition Company / 283
矿业公司 / 289
小结 / 291

第22章 金融行业个股 / 292

产品线 / 295
金融资产的性质 / 296
两种技能 / 297
贷款机构 / 298
大型商业银行 / 305
小结 / 307

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第23章 保险公司 / 308

总体背景 / 308
保险公司的基本职能 / 309
保险公司的监管 / 311
财务报表分析：财产险与意外事故险公司 / 312
财务报表比率 / 317
人寿保险公司 / 317
小结 / 320

第24章 高度投机性股票 / 321

背景 / 322
折现现金流 / 323
案例研究：巴拉德动力 / 324
风险投资资本加价与 IPO / 329
历史的视角 / 330
证券分析、高科技股票、投资组合 / 331
小结 / 331

第25章 问题证券与转折期公司 / 332

投资机会 / 333
筛选技巧 / 334
接受转型公司失败的可能性 / 336
对出现杠杆问题的公司进行财务分析 / 337
投资决策 / 339
对转型公司的评估 / 340
清算 / 343
小结 / 344

第26章 国际股票 / 345

证券分析的作用 / 346
美国证券存托凭证 / 348

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发达国家市场 / 348
相对价值乘数 / 352
小结 / 353

第27章 新兴市场 / 354

新兴市场与证券分析 / 356
股票定价原则 / 360
财务预测 / 364
新兴市场股票贴现率 / 365
新兴市场上的相对价值分析法 / 368
小结 / 369

第五部分 结 论

第28章 资产的繁荣和萧条 / 372

2008年金融危机：起因 / 372
美国房地产泡沫的破灭 / 373
裁判员的失败 / 375
另一场危机的必然性 / 379
证券分析师和企业估值会如何变化 / 381
小结 / 382

第29章 结束语 / 383

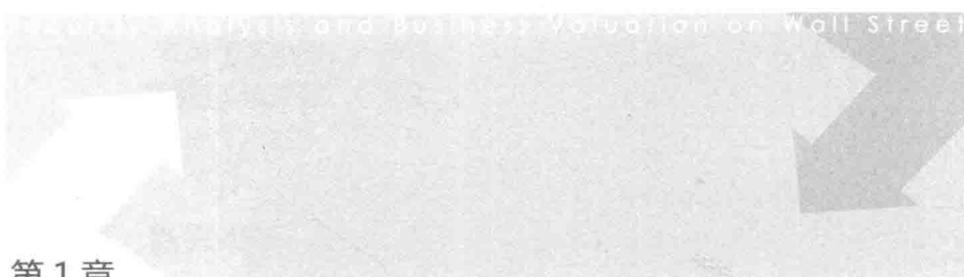
注释 / 387

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分
投资环境

第 1 章　为什么进行证券分析
第 2 章　谁在从事证券分析和企业评估
第 3 章　寻求公平的竞争环境
第 4 章　信息的其他来源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章

为什么进行证券分析

本章揭示了证券分析的起源与演变。除了现代估值方法论以外，心理学上的羊群效应和博弈论这些资本市场常见的专题也有所讨论。

某些投资者通过分析证券来减少风险，期待能碰巧发现投资机会。另外一些投资者希望找到别人尚未发现的价值。还有一些人有受托责任：一旦投资业绩表现不佳，如果没有书面文件足以支持投资决策，客户可以起诉他们渎职。许多投资者分析股票以得到这一游戏所带来的刺激，他们从自己对投资机会的敏锐把握中获得乐趣。

证券分析是以理性方式评估股票价值的研究领域。证券分析师通过对影响股票价格的因素进行周密分析，找到比其他投资证券更具价值的股票。在这一工作中，职业分析师们驳斥了有效市场理论，该理论认为：从长期来看，在《华尔街日报》上掷骰子选股的猴子都能取得与经验最丰富的基金经理相同的业绩。实际上，证券分析技巧的传播、行业监管与信息披露方面的进步，都有助于增加市场透明度。然而，无效定价仍会时不时地出现，敏锐的观察家能够利用这种缺陷来获利。

证券分析的起源

本杰明·格雷厄姆和戴维·多德使投资分析成为专门的职业。1934 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《证券分析》一书的出版使投资者可以采用逻辑而系统的方法，在资金有限的情况下对众多眼花缭乱的证券进行估值，这个流程最终也被兼并收购、私募股权基金（PE）以及其他估值专业人士所效仿。在此之前，华尔街尚没有自成体系、理性的推理分析，整个市场被投机主义所主导。人们常常因骗局和谣言而购买股票，股价几乎没有任何业绩支持。即使所涉及的公司有稳定的经营业绩和连续的财务记录，市场参与者购买时也没有应用定量的分析方法。无论宝洁公司股票的市盈率是 10 倍还是 30 倍，它都是家好企业；然而相对于其他股票或债券来说，市盈率是 30 倍时，它还是个好的投资标的吗？投资者不具备回答这种问题的技能，《证券分析》尽力为人们提供这种技能。

当时系统性的分析主要集中在债券评级和法律评估业务中。穆迪公司与标准普尔在 20 世纪初开始对债券进行信用评级。这两个机构的评级几乎完全建立在债券的抵押品保证与发行人的历史记录上，而对定性指标（如发行者的前景与管理水平）漠不关心。在当时债券市场主要被铁路行业和公用事业主导的背景下，它们使用的评级方法无法应用到其他行业或股票市场。就股权方面而言，对公司股票的深入估值主要应用在法律评估、遗产税计算、复杂的重组计划和争夺式收购中。如信用评级一样，这些股权的评估方法对历史数据过分依赖，而忽略了对未来前景的详细考虑。

格雷厄姆和多德认为，如果投资者花些时间进行恰当的分析，某些股票是可以成为审慎投资的选择的（见表 1-1）。许多金融教授和商业人士对这一想法感到惊奇，他们觉得这两位学者提出这一建议很有勇气。仅仅在这一建议提出的 5 年前，证券市场刚刚遭受了可怕的崩溃，发生大批公司破产与大量失业的、痛苦的经济衰退。

表 1-1 格雷厄姆和多德的选股方法

1. 研究可获得的事实
2. 准备有条理的报告
3. 预测盈利和相关数据
4. 以可靠的原则、正确的逻辑为基础，得出估值结果
5. 做出投资决策

1929 ~ 1933 年的大股灾的破坏程度超过了 2007 ~ 2009 年的金融危机。1929 年 10 月 28 日，星期一，道琼斯工业指数下跌了 13%，星期二又下跌了 11.7%。这两天的跌幅累计达 23%；在此之前，9 月 3 日道琼斯工业指数达到 381 高点之后开始了下跌行情；在 10 月 28 日崩溃之前的几星期内，股指累计下跌了 22%。股市在 1930 年和 1931 年有所恢复，但 1929 年 10 月的下跌仍标志了痛彻心扉的股灾的开始，直到 1933 年 2 月才最终停止。在 3 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间里，道琼斯工业指数下跌了87%，直到25年后的1954年才重回到1929年的高位。作为对照，道琼斯工业指数在2007～2009年类似的下跌幅度达54%，1999～2002年的下跌幅度为34%。

到《证券分析》一书出版时，股价已上涨为1933年谷底时的两倍，然而仅相当于1929年顶点时的1/4。受股票价格急剧变动的冲击，公众认为股票是投机性的。市场不仅缺乏稳健的分析，而且充斥着内幕交易、寡廉鲜耻的销售、不择手段的经纪人。于是，由两位专业人士以学术的方式踏入这一领域真是恰逢其时。

《证券分析》的出版与证券交易委员会（SEC）的成立时间恰巧吻合。证券交易委员会被赋予对市场行为的广泛监管权，以防止股市重蹈20世纪20年代的覆辙。它要求股票发行人披露所有实质性信息并定期公布盈利状况。这项新的举措极大地促进了证券分析业的发展。在此之前，上市公司对向公众提供信息显得有点漫不经心。于是，分析师只能依据并不真实完整的资料。在监管当局规定上市公司必须全面披露信息之后，分析师就能得到比以往任何时候更多的原始资料。除了公司层面的信息，还有大量关于经济、市场和行业的材料。因此，分析师们越来越清醒地意识到，要想成功，就需要把他们的时间与资源有效地分配在不同的信息来源上，以获得最好的成果。

并非盈利的保证

一定要牢记：证券分析并不推测某只股票的绝对价值，也不保证投资者能够盈利。分析师在对股票进行研究之后，通常给出证券的价值区间。因为研究过程中考虑的变量很多，增加了不确定性。假设在调查之后，分析人员得出的结论是Random Corp.的股票价值在8～10美元。如果当前股票的交易价格是9美元，这一结论就没有多大的意义。然而当股票在远低于这一区间的4美元或远高于这一区间的20美元价位进行交易时，这一结论显然就有价值了。在这种情况下，研究结论与市场价格之间存在差异，能够促使分析人员做出买或卖的投资决策（见图1-1）。

如果分析人员根据得出的结论，在4美元的价位买入Random Corp.的股票，他也不能保证股价会到达8～10美元。股市也许会毫无征兆地整体下跌，Random Corp.也可能遭受意料之外的经营失败。这些变化可能使股票价格无法达到评估价值。然而，分析人员相信随着时间的推移，在如此巨大的差异上下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌注，会带来优异的投资业绩。

	0	8美元	10美元	20美元
买入	当价格大大低于评估价格时买入	估值结论为每股 8 ~ 10 美元	当价格大大高于评估价格时卖出	卖出

图 1-1 Random Corp. 的股票

日常交易与证券分析

在大部分情况下股票市场参与者的行为是理性的。大多数股票在日常交易中不会产生很大的价格波动。每日之间的大幅价差往往是有新消息出现的结果，小幅价差则往往可归因于专业人员对市场共识有某些不同的解读。投资者可能基于以下两个原因认为股价会发生变动：①市场终将认同他对股票价值的判断；②公司经营状况将向他预期的方向发展。

在第 1 种情况下，或许投资者经研究发现企业资产负债表上存在一项未披露的房地产价值，而公众尚未意识到这一事实。一旦其他人承认它的额外价值，股价就会上涨。在第 2 种情况下，投资者对公司成长性的假设比市场更乐观。如果投资者的预测成为现实，股价就会相应上涨。也许有 30 万个人投资者始终关注着市场，所以有足够多的不同观点。即使是小部分持有对立观点的投资者也能引起一只股票的大量交易。

分析师们运用类似的分析方法，可能会得出相差 10% ~ 15% 的估值，这种现象并不稀奇。这些很小的百分比足以引起活跃的交易。正如后文会说到的，常用的估值方法需要做一系列的判断，从过滤信息到应用量化分析。所以同样理性的人很容易对相同的证券做出略微不同的估值。当这种差异变得更为复杂时，股票的价格变得更容易波动，相互背离的估值结论在市场中互争高下。今天，价格的波动性在许多高科技股中表现得最明显。它们所从事的业务经营前景很难评估，即使对于经验丰富的专业人士来说也是如此。

羊群效应与证券分析

在理想的情况下，证券分析师研究有关公司的已知事实，分析它的前景，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并精心地进行估值。通过这番努力，得出买入或卖出公司股票的建议。这个估值模式尽管有其内在的合理性，却没有对导致股市变化莫测的其他因素给予充分考虑，低估了给予其合理研究的重要性。

在任何给定的时期，某些个股与市场板块的价格变动，都可能被那些不服从学术研究分析的力量所控制。在这种情况下，影响股票价值的主要因素是投资者自身的情绪。市场参与者终究是人，会产生与任何人一样的冲动。影响他们决策过程的心理因素有许多种，但其中两种情绪具有最持久的影响力：恐惧与贪婪。投资者一般都害怕赔钱，并渴望赚得更多。这样的心理在职业投资者团体内更加突出，这类团体成员日复一日地从事着维持短期良好业绩的刻板工作。

在这两种心理因素中，恐惧的影响力更为强大。这一点可以从股价的下跌比上升更加迅速这个现象中得到证明。由于害怕赔钱，人们在得知坏消息时会表现出传统的从众心理，经常都争取比其他投资者更早卖出股票，即使新消息实际上并没有那么坏，也可能使股票价格在一天内下跌 20%~30%。在 1987 年的股灾中，道琼斯工业指数在没有任何真实信息的情况下，一天之内下跌了 23%。与此相反，购买狂潮在更长的时间范围内发生（如几个星期或几个月）。成为收购标的股票或首次公开发行（IPO）股票则属于特例。

真正的收购行为中必须存在来自出价者的确定性要约。由于收购报价中往往包含着控制权溢价，所以投资者纷纷涌入市场，以比收购价稍低的价格买入标的公司股票，具体折扣通常反映了收购完成的时间和最终能否完成的不确定性，但是经验老到的从业者自己是会做出合理判断的。与真实的收购行为相伴的常常是谣传的收购意向，投机者利用收购的谣言，在市场对控制权溢价的期望中拉高股价。通常谣言的来源都禁不起推敲，例如，谣言散布者试图出售自己的股票头寸，所以价格飙升主要是由市场情绪、博弈论和顺势投资造成的。

在另一种很难分析的业务——首次公开发行（IPO）中，所有这些因素同样会起作用。许多首次公开发行股票的价格在开始交易的几天里会急剧上升，例如 Chipotle Mexican Grill。该公司于 2006 年 1 月 7 日以每股 22 美元公开上市，在第 1 天交易中价格上涨 100% 达到了 44 美元；后来在 3 个月之内，交易价格达到 63 美元。与已发行的股票不同，首次公开发行的股票没有交易历史。所以拟定发行价格的承销商要对其价值进行合理的预测。当这种预测较为保守时，价格会相应上涨。更为普遍的情况是，主承销商有意低报 IPO 的价格以确保发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售额度能够全部完成，从而使它们避免承担如果价格暴跌还要从不满的投资者手中买回股票的道德义务。

当承销商发动传媒攻势，使首次公开发行股票成为“热门股”时，从众心理就会对投资者产生影响，他们预期价格大幅上涨而争相购买。此时，专注于IPO的估值几乎没有任何意义。对于热门股来说，购买者往往根据博弈论做出行动：对手在想什么？他愿意出价多少？其他人则运用顺势投资逻辑：我必须买这只股票，因为其他人都在购买它。

趋势投资者

趋势投资者（momentum investor）对短期价格的变动极具影响力。他们根据相关股票或相似情况下重复出现的交易模式来预测股票价值。因此，如果他们注意到价格下降趋势开始，就预期这一趋势将会继续，因而卖出股票。自然地，由于其他趋势投资者在卖出行为增多的情况下会跟风，卖出趋势自然就成为自我实现的预言。

媒体经常把趋势投资者与情绪化的投资人混为一谈。但趋势投资者与之不同的是，他们尝试利用这个普遍接受的观点：股票价格运动的模式是可以识别的。华尔街有两条古老的格言：“你无法击败大势”（You can't fight the tape）和“你不能对抗趋势”（You can't buck the trend）。它们证明了，把证券分析的偏差强归于由心理因素和趋势因素所操纵的股价是徒劳的。这种行为触发的从众心理是过去多次资本市场崩溃的原因。如果某一个交易日市场指数下滑太快，交易所将保留禁止程序交易的权利，因为程序交易通过观测趋势来采取行动。

博弈论与证券分析

一般的投资组合经理手中所持股份不足以对公司拥有控制权。一家上市公司的股票可能掌握在无数的投资者手中。在这种充分分散的所有者结构下，投资组合经理在某只股票或整个市场上的回报率就取决于其对手投资者的行为。如果投资组合经理认为某只股票值得投资并持有它，而其他人持相反的看法并卖出它，那么，投资组合经理在短期内会失利。公司未来的业绩也许会证实他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原先的分析，但目前他看起来很差。这在按季度而不是按年度来衡量业绩的投资业界就是很危险的处境了。因此，了解其他人如何看待所发生的事件并做出反应，对于取得成功至关重要。

一些投资者在这种相互作用中使用博弈论，并试图影响市场思维的过程，下面用几个事例进行说明。

- **虚假收购**。一个以恶意收购著称的投资人取得某公司一定数量的股票，便发表公开声明或私下告知流言圈，说他对目标公司有收购的兴趣。其他投资者马上对此做出反应，买入股票使股价上涨。在这种情况下，表演这起虚假收购的演员并无意购买该公司。他的初始兴趣引发了购买浪潮，他趁机抛出自己的股票并从其他投资者投机性的预期中短期获取暴利。证券分析师克林顿·莫里森（Clinton Morrison）评论道："这叫作能自我实现的预言。你把你自己的头寸广而告之，然后再卖掉它。"
- **虚假促销**。某位重要的市场参与者，如大型基金的经理，表示他对某一行业，如有线电视业有着强烈的兴趣。正当其他投资人追随基金经理买入有线电视股票时，基金经理却忙着把自己持有的股份抛售给买方大军。例如，2007 年一家大型基金的基金经理受到舆论批评，他在公共场合吹捧软件业股票，而他的基金却在私下出货。
- **给股票编故事**。专业投资者对某个名不见经传的股票先大量建仓。利用财经媒体、股市新闻简报和风格激进大胆的经纪人，在幕后编造出一个关于公司未被发现的盈利潜力的故事。尽管分析过程比较粗糙，但成长的故事是吸引人的。《凯博市场快讯》（*Cabot Market Letter*）的编辑卡尔顿·卢茨（Carton Lutts）把这种博弈论的互动关系概括得很好："股票，正如爱情一样，因浪漫而生，因现实而死。"当鼓吹的号角越吹越响时，投资者就会注意到它，他们买入后股票价格开始攀升。该专业投资者一旦达到盈利目标，就会抛出全部头寸，放慢公关机器的脚步。此后不久，股价下滑。这种策略对于初创期公司与高科技公司尤为有效。它们的经营前景很难分析，使得异想天开的预测难以驳斥。有时，仅仅是关于某一重要投资人介入的消息就已足够。例如 2007 年，梅西百货（Macy）的股票因市场传言对冲基金大鳄爱德华·兰伯特（Edward Lampert）正在建仓，价格上涨了 8%。当谣言被证明失实后，股价几天内下跌了 20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在前面几种情形里，投资者竞争性行为的后果都取决于对手的反应。这与精彩的象棋比赛情况类似。竞争对手一个看起来不理智的反应，都可以使精心策划的策略失效。如果分析师制造出了收购传言却无人跟风，那将会如何呢？此时博弈的风险就是竞争对手并不按预期方式行动。如果博弈者拥有公认的市场领导地位并有很强的公关能力，这种风险就可以被弱化。例如，卡尔·伊坎（Carl Icahn）[⊖]就是一位顶尖的博弈者，他旗下管理的基金达数十亿美元，因对投资标的主动施加影响而闻名。当然，对目标股票必须仔细挑选。否则竞争对手可能看穿了鼓吹者的策略，而直接忽视掉传递给他们的信息。

证券分析的前提

职业证券分析师承认心理因素、羊群效应和博弈论对股价的影响，他们在做出投资决策时会考虑这些因素。但总的来说，这些因素只具有短期影响力。大部分股票价格终究会符合对公司潜在价值的合理判断。这种合理的判断并非是绝对的。投资估值并非精密科学，研究相同事实的理性人得出的结论也必定会有差异。长期看来，时而出现的价格非理性，为依靠恰当的分析方法获利提供了明显的机会。分析师们面临的最大挑战是如何在充斥各种情绪的、纷乱的市场上坚持自己的估值原则。然而即使投资者对不可靠的方法产生周期性的迷恋，最终总会不可避免地回到估值的一般方法上来，却也没有人愿意死搬教条，陷入逆流而行的境地。无论如何，理性与一贯性的观念始终是从事证券分析职业的基础。

股票价格在很大程度上取决于人们对公司未来盈利增长的预期。尽管充分地研究过去能够为盈利的预测提供基础，但即使是最具有天分的分析师，在预测一个公司未来几年的增长率时，能力也是有限的。这意味着一个分析师的估值是合理推测的产物。与其他类似的职业一样，证券分析师的许多结论在事后看来都是极端错误的。有时一家公司的实际盈利会大大低于预测值，相应地其股价也会下跌。推荐这只股票的分析师显然犯了一个错误。不过认识到这一领域局限性的理智投资者并不会要求完美。与此相反，部分的成功就能被视为表

⊖ 伊坎现年 72 岁，他于 2004 年创立了伊坎合作基金、American Real Estate Partners（AREP），以恶意收购闻名，被华尔街称为“企业掠夺者”。2013 年 12 月其个人资产净值 221 亿美元，世界富翁排名第 10 位。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现卓越。在棒球比赛中，命中率为0.3的击球手每10次挥棒就有7次失败，但他已经是最好的击球手之一了。对于证券分析来说，划分推荐评级要比棒球复杂得多。一名分析师能在60%~70%的时间内做出正确的预测已经属于超常了。运气在业绩记录中起着一定的作用，但长期来看，机遇变得不再重要，分析技巧才是决定因素。

格雷厄姆和多德很多年以前在《证券分析》中总结了对分析师的要求：令人信赖地从事这种职业需要具备多方面的素质：他必须通晓各种证券知识、公司财务、各种行业经营成败的基本因素、整个经济及其主要部分的运作机制以及证券市场波动的特征。他必须能够挖掘事实、客观评价，并以恰当的判断和适度的想象力得出结论。他必须足以抗拒人类的天性，排除从众心理的干扰。他还必须具备与他的能力相称的勇气。

科学的方法

对于严谨的分析师来说，证券分析像医学与经济学一样，是一门准科学。它系统化的知识体系来自于对几十年股市数据的观察和对常识的应用。这一领域的基本信条已经得到了科学方法的检验，这种方法要求得出任何结论都要经过3个基本步骤。表1-2概括了科学的方法及其在证券市场中的运用。

表1-2 科学方法在证券市场中的运用

科学方法	证券市场示例
第1步：形成一个假说	相似的股票，相近的价格
第2步：搜集资料、观察，并检验假说	观察两只相似股票的历史价格变动，判定是否吻合
第3步：判断假说的合理性或是预测未来的能力	两只相似的股票迟早会有相近的价格。按照这一结论，投资者寻找有不同价格的相似股票。他预测低价股票价格上涨，并按照预测结果买入低价股票

下面以两只超级市场业股票为例进行说明。假设在全国范围内拥有连锁店的超级市场西夫韦（Safeway）和克罗格（Kroger）公司的主要财务状况如表1-3所示。西夫韦股票市盈率为15倍，在两只股票相似的前提下，克罗格的市盈率应该是多少呢？由于财务数据完全相同，克罗格股票的市盈率也应为15倍，相应的股价为30美元（即15倍市盈率×每股收益2美元=30美元）。如果克罗格的交易价格为25美元，则应该买入该股票，因为它会上涨至30美元。实际上，分析师只把30美元的理论价格作为一个出发点。他们还要研究每个公司的前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

景。尽管两家公司现在类似，但某些影响未来的因素可能支持克罗格每股 25 美元的价格。

表 1-3 同类股票假说——两只超级市场股票

	西夫韦	克罗格
财务数据		
5 年内每股收益年复合增长率（%）	12	12
预期每股收益年增长率（%）	11	11
资产负债率（%）	20	20
每股收益（EPS）（美元）	1	2
股票数据		
市盈率（P/E）	15 倍	?
股票价格（美元）	15	?

注：收益年增长率和资产负债率相同，在其他条件相同的情况下，市盈率也应该相近。

“相似的股票/相近的价格”这一假说很容易描述，也很有道理。但是，以科学的方式证明这个理论以及证券分析领域内其他基本信条是很困难的。在一门真正的科学，如物理学中，可以在实验室的环境下重复进行观察来验证理论的正确性（例如，在真空的环境下把一个球重复抛下 100 次以确认重力的作用）。与之相反，证券分析理论要受变化莫测的证券市场制约。证券市场中有太多不可控制的因素，因而无法提供真正的科学测试所需要的恰当环境。

即使是“同类超级市场”的例子也难以进行科学的验证。找到财务状况相同的公开上市超级连锁店是不可能的，大部分连锁店在市场环境、业务经营、管理模式上有很大区别。即使找到两家财务与业务特点相似的公司，科学的验证还是会遇到问题。公司的价值在很大程度上是由它未来的盈利潜力决定的，而不是现在的状况与过去的历史。准确地说，达成对公司未来的一致看法的过程应被称为合理推测，而不是科学演绎。

尽管科学的方法应用到股票市场中有种种的缺陷，投资者与金融专家仍不断地尝试。某些理论已从学术角度得到证明，其他一些则由于符合常理而使人乐意接受。例如，大部分专业人士认为下面两个假说是正确的。

> 利息保障倍数（interest coverage ratio）低的公司比利息保障倍数高的公司更容易破产。
>
> 市盈率（P/E ratio）高的公司比市盈率低的公司有着更好的成长记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学术依据、常识与直觉信念一起支撑了这些观点以及证券分析中的一些其他观点。这些观点的系统应用逐渐发展成为一门理性的科学。人们像学习其他准科学领域（如医学、经济学和社会学）一样，学习证券分析这门科学。

证券分析技巧

如前所述，心理因素与趋势追随者的行为影响着公司市值，但有一条根本的定律决定着股价。长期看来，建立在证券分析基础上的这一定律会纠正市场的过度行为。于是，如果一只“热门股”，例如传感器制造商美新半导体（Memsic）以3亿美元的价值上市，但几乎没有销售收入和盈利的支持，那么它的价格会不可避免地一落千丈。投资者会渐渐失去热情，并用风险调整后的标准来评价其经营潜力。VISICU Software是一家好公司，但在2006年4月的时候是一只投机股；当时它的首次公开发行价格为每股16美元，之后又很快上涨至24美元。1年以后，它仍是一家好公司，但是成为一只更好的股票——每股8美元的价格更符合公司的业务前景。

通常情况下，股价变动的周期是这样的：它首先被预期高价的投资者和短线操作者推至非理性的高度，之后便遭遇科学估值投资者的打压。后者坚持采用经得起时间考验的估值方法，进行符合实际的估值。表1-4列示了5种这样的估值方法。

表1-4 证券分析的常用估值方法

1. 内在价值法：一个公司的价值等于它未来股利的净现值
2. 相对价值法：与同类公司做比较来判定一个公司的价值
3. 收购价值法：确定它对于第三方收购人，如另一家公司的价值，并以此来计算公司的股价
4. 杠杆收购价值法：公司的预期价格之一为该公司在被杠杆收购时的价值
5. 技术分析法：研究历史交易形态并将其应用于未来，从而做出股价预测

基本估值方法

证券估值的五种方法中，前4种（内在价值法、相对价值法、收购价值法与杠杆收购价值法）本身具有科学方法的特性。它们将股价预测建立在经济背景、资本市场、行业状况和公司数据的基础上，用这几方面的信息来判断公司经营业绩和股价的未来趋势。盈利的预测和可比公司的价值是估值的主要决定变量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在内在价值法下，从盈利预测中推导出未来股利，再将其折现，从而得出股票的现值。如果股票市场价格低于内在价值，则应该买入；反之则应该卖出。对于大多数商业人士来说，内在价值法（现金流折现法）是他们在证券分析中遇到的第 1 种方法。商学院的课程与大部分有关估值的书籍都强调这一方法。内在价值具有经济意义并在理论上趋于完善，但在实际应用中却有其局限性。没有哪个专业投资者相信由过去 2～3 年业绩推断出的预测结果，同时股利的折现率也很难确定。此外，即使是这种方法最忠实的支持者，在分析以下 3 种企业时也不免会犹豫：①不派发股利的成长型公司；②不断亏损的老牌企业；③作为清算与重组对象的企业。

由于预测的困难性和折现率的争议性，相对价值法认为内在价值无法确定。作为一种替代方法，它把给定的公开上市股票的各种估值参数与行业内其他公司股票估值参数相比较，例如市盈率、市净率、价格/销售收入比（price/sales ratio）。如果被估值股票的价值比率大大低于它的同业，并且没有理由可以为这种差异做出解释，相对价值法就认为这只股票值得买入。因此，对股票的估值方式就与对许多其他资产的评估方式相类似。在房地产评估中，房屋的价值比照临近房屋的近期售价确定。

相对价值法使得估值不再依赖于对未来的预期和折现率，因而受到分析师的青睐。但它也有三方面的弱点。第一，上市公司极少有非常相似的可以对比的公司，这给评估留下了主观发挥作用的余地。第二，市场投资者希望在绝对意义上赚取利润，而相对价值法只关注相对表现。假设整个行业均成为投机目标，其预期经营成果未能实现而致使股价下跌，具有相对价值的股票价格下跌 20%，而整个行业下滑 30%。成功的相对价值投资者虽然损失小于这一行业的其他投资者，但他仍然蒙受了损失。第三，相对价值法注重历史经营成果的相互比较，而未来前景才是至关重要的，“看后视镜驾车”是一种危险的投资策略。

收购价值法认为：公开交易股票的市价，不应低于它对于一个财务状况良好的、有经验的第三方收购者所说价值的 70%～75%。分析人员将行业收购价格与相关公司做比较，并且估计它作为杠杆收购或者清算对象的可能性。如果股票以低于收购价 70% 的价格交易，它也许就值得购买。由于依赖“可比公司”数据，收购价值法与相对价值法有相同的弱点。此外，可比的兼并与收购（M&A）案例更为少见，又给这一方法增加了限制条件。

杠杆收购（LBO）是兼并与收购的方式之一。然而许多企业并不具备杠杆收购对象的特点，从而降低了这一方法的可操作性。同时，战略投资者往往会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付比杠杆收购基金更高的价格。因此，这一方法通常被用来估算收购价值的最低值。

第5种方法（技术分析法）有大量的追随者。然而它不像前4种方法一样为机构投资者广泛接受。技术分析法经常被称为华尔街的“巫术经济学”（voodoo economics），它只关心一只股票价格与交易量的交易形态，而不考虑公司的经营历史、盈利潜力和其他有关估值的微观经济因素。技术分析者相信，交易形态能够反映出影响股价的所有逻辑和心理力量。这些形态的分析常常与对行业和市场指标的分析结合在一起，他们所显示的未来趋势是技术分析者预测股价的依据。

假设股价在大幅上涨之后，小范围持续波动了几个月。这种行为就形成了“盘整”形态，即股票正在调整它的前期收益。股价突破波动区域的上限就是买入信号。技术分析理论认为调整之后将是另一轮上涨（见图1-2）。无数的投资者和学者对这一理论和其他技术分析理论进行了检验，结论是没有证据可以支持这些观点。然而，华尔街是个使观念成为现实的地方，由于成千上万的投资者相信技术分析，市场参与者在评估股票价格时就对技术观点十分敏感。证券分析报告通常包含反映股票交易形态的图表，大部分专业投资经理也把这些图表作为决策时考虑的一个因素。

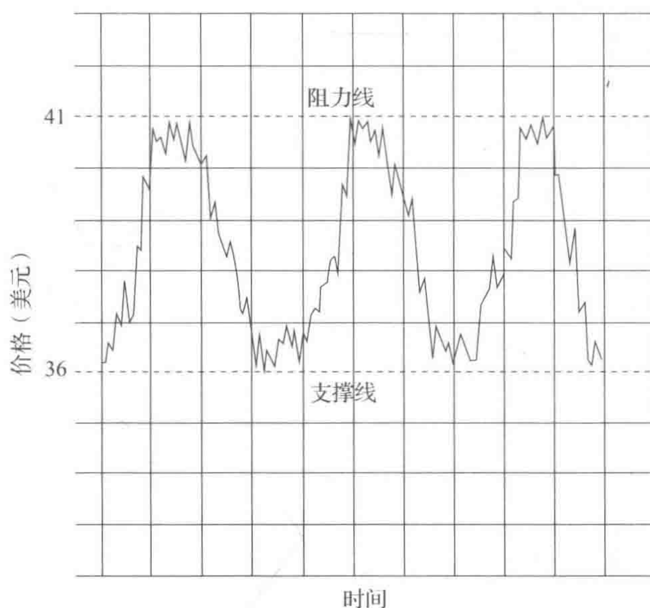


图1-2 技术分析——“盘整”形态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他估值方法

技术分析代表了一个系统化的知识体系，许多书中对它的具体程序都有描述。然而，它实际上介于理性探求与合理投机之间。属于同一类的另外 3 种选股方法是“趋势投资”“配对交易”和“市场预期”（见表 1-5）。

表 1-5 证券分析与技术分析之外的选股方法

1. 趋势投资：趋势投资者试图跟随个股的买进浪潮，而不管价格变动是否有经济基础
2. 配对交易：配对交易投资者追踪两只股票历史价格之间的关系，这两只股票可能具有业务上的相似性，也可能没有。如果没有明显的因素导致两者价格的关系发生变化，那么投资者就会进行配对交易
3. 市场预期：行业与公司的估值参数会突然发生变化，而市场预期投资者力图在市场重新达成一致前预测出重大的变化

这 3 种估值方法都要求使用者彻底地了解市场的内在机制，并富有股票交易经验。它们适合专业交易商。这些人能够一直跟踪股市，因而能迅速对股市变动做出反应，这在以上 3 种投资策略中是必需的。

趋势投资

传统的证券分析有时被冠名为“以低价买进，高价卖出”的艺术。趋势投资法则与此形成鲜明的对比。由于这种方法提倡买入价格正在迅速上涨的股票，它被称为“高价买进，更高价格卖出”。趋势投资者密切关注交易趋势，而不关心公司的销售和盈利，因此他们属于技术分析派。趋势投资者在许多的价格上涨中都起着主导作用，成为价格波动的始作俑者。这常常是通过自动交易程序实现的。引发程序交易的一系列信号：呈上升趋势的 90 日价格均线、大量的净现金流入、交易量大幅增加等。

配对交易

随着计算机能力的大幅提升，如今投资者可以考察数千只股票历史价格之间的关系并实时追踪这些关系的稳定性。如果股票价格之间的历史关系发生了扭曲，并且没有明确的原因可以解释，投资者将会基于股价之间的关系回归正常这一预期而买入或者卖出其中一个受影响的证券。有的情况下，这些证券可能是相似的，例如福特和通用汽车的普通股；而在其他情况下，这些证券也可能不相似。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场预期

市场预期法认为大部分的股票都通过证券分析人员应用内在价值法、相对价值法或收购价值法而被合理定价。然而，在未来某一时间点，对任何给定股票的盈利能力和经营风险的一致预期都可能发生改变，使股价产生上升或下跌的动力。一个市场预期型的分析师的典型评述可能是这样的："随着市场逐渐认识到星巴克公司的盈利情况趋于稳定，它的股价将会上涨。"这种结论没有多少分析上的分量。只有当它被大声而且不断地重复时才最有效。这正如任何行业中宣传人员采用的"会哭的孩子有奶吃"的策略。

尽管这种方法具有投机性，但即使是证券分析派最忠实的信徒也清楚"市场预期"投资者猛烈鼓吹所具有的力量。"市场预期"投资者竭尽全力影响市场对于股价的一致预期。在某些情况下他们的影响力极强，体现在无数高投机性股票的涨落中。对这类股票在某段时间内的最高价格无法做出合理的解释。

2007 年，美国铀浓缩公司（USEC）的股价从 7 美元直线蹿升到 25 美元，但在同年又骤降至 9 美元。中国的互联网公司阿里巴巴在 2008 年的时候市值为 260 亿美元，其价值比率（如 320 的市盈率）远远超过了其他许多诸如雅虎和 eBay 之类更加成熟的公司。

小结

股票估值是以一套系统方法来给股票做合理估值的研究领域。在承认股市由于心理和其他非理性因素产生周期性波动的同时，它认为证券价格终究会接近其经济价值，这一价值由具有经营管理、金融与会计知识背景的理性人确定。由于证券分析并非科学，因此这一价值不能被精确地确定。它取决于因公司发展的新信息出现而不断变化的周围环境。作为一种准科学，证券分析有它的局限性。然而它能为比较不同的投资机会提供一个合理的框架。因而证券分析为机构所广泛接受，成为验证投资决策合理性的主要手段。

尽管缺乏精确性，证券分析仍能为谨慎的投资者提供足够的工具来辨别出市场的异常价格，并做出正确的买卖决策，进而获利。这些估值工具为做出理性决策提供了定价基础，包括内在价值法、相对价值法和收购价值法。技术分析作为一种基于交易形态的流行选股技巧，常常作为这些方法的补充。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于股票的价值很大程度上取决于难以预测的未来业绩，股市便成为虚假信息传播者的乐土。他们夸大某些投资机会的前景，以获得经济利益。这些市场参与者散布的谣言和鼓吹的信息有时能达到提高股价的预期效果。但这种结果是暂时的，股价大体上会回到理性投资者一致预期的合理估值区间。在这一区间内，投资者仍面临着不确定性，因而投资决策仍具有挑战性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

谁在从事证券分析和企业评估

在这一章中，我们将讨论运用证券分析的证券公司和专业人员。在不同的机构环境中，分析师的角色也有所不同。

成千上万的人在从事与证券市场相关的工作，但他们中只有一小部分是专职的证券分析师。大约有 4 万人能被称为分析师，其中 65% 供职于共同基金、对冲基金、养老基金和保险公司等资产管理机构。这些机构将现金投资于购买证券，因此在交易中被称为“买方”。将近 20% 的证券分析师被证券公司雇用。证券公司免费给机构和个人客户提供研究报告，这些报告试图以分析师的投资观点换取能带来佣金收入的经纪业务。因而，证券公司被称为“卖方”。如果一个分析师推荐某一股票并为投资者采纳，他就会促使投资者通过他所在的交易部门执行这一指令。

一个更小的分析师群体，大概占到 15%，供职于信用评级机构、市场新闻媒体和独立研究公司。这些公司出售证券分析观点，收取合理的费用或分享经纪佣金。证券交易委员会（SEC）和美国金融业监管局（FINRA）等市场监管机构也雇用着数百名的分析师。

一家公司雇用的分析师人数取决于它的规模、经营风格和业务类型。管理着 1.5 万亿美元的巨型共同基金——富达基金（Fidelity）拥有超过 500 名分析师。它在股票选择上采取积极主动的策略。相反，沃伦 · 巴菲特的投资公司伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔-哈撒韦公司管理着 1 500 亿美元资金，却只有 2 名分析师：沃伦·巴菲特先生和他的亲密助手查理·芒格（Charles Munger）。先锋 500 指数（Vanguard Index）是一家拥有 1 250 亿美元资金的指数基金，却没有一个分析师。它的投资组合会仿照标准普尔 500 指数的组成而定，因此无须进行选股。如果一个基金规模小于 7 500 万美元，雇用一个专职分析师并不合算。在这种情况下，投资组合的规模太小，投资经理可以自己进行研究，或者支付经纪佣金以换取卖方报告。

同买方机构一样，证券公司在雇用证券分析师这个问题上也表现出多样性。最大的证券经纪公司美银美林（Bank of America Merrill Lynch）的分析师人数超过 200 名。它主要的竞争对手的雇员数量也与之不相上下。小型地区性公司和专门的经纪公司则只会雇用极少的分析师。有时候，这些公司的证券销售人员甚至是证券分析师的两倍，以推广其投资理念。

股票市场的参与者成千上万，但证券分析师主要为 4 类雇主工作：

- 证券公司；
- 管理 20 亿美元及以上资产的大型机构投资者，例如共同基金、对冲基金、养老基金及大学捐赠基金；
- 小型资产管理公司；
- 评级机构。

证券公司及其分析师

证券公司通常被称为投资银行或者证券经纪商，它们主要从事股票、债券、衍生品和其他证券的发行、承销和交易。大部分证券公司都可以从投资银行、商业银行和资产管理等附属业务中获得可观的收入。在股票市场份额中占据前 10 位的证券公司都拥有一个完全由分析师组成的研究部，该部门对公司维持其在对买方机构和投资银行客户中的信誉是极其重要的。

证券分析师的工作要求包括：

- 撰写有关特定企业的研究报告；
- 与机构投资者一起对企业和投资想法进行审查；
- 间接与投资银行部门进行合作。

大多数的研究分析人员专门研究某一个行业，例如矿业、电力公用事业或者医疗行业，并且主要研究该行业中的 20 ~ 30 个企业。专注于一个行业使得这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些分析师成为该行业的专家。这样的专业化对撰写高质量报告、给客户留下深刻印象是很重要的。研究一个行业，走访该行业中的企业，阅读公司的财务报表都有助于分析师的研究。

卖方分析师是证券公司及其客户的行业信息库，但其主要的责任是就特定公司的投资价值发布定期的书面报告。这些研究报告拥有以下几方面的作用：第一，它们回顾最新的公司信息，包括盈余公告和管理层变动等；第二，基于这些新的信息，它们会给出所分析行业的投资建议；第三，它们会向读者提供书面的盈利预测，向公司客户提供正式的买入或者卖出建议；第四，它们可以通过展现对相关行业的了解来帮助该证券公司的投资银行部门开拓新的咨询业务。证券分析师 50% 的时间花费在与机构投资者进行交流上，而剩下的 50% 则花在撰写研究报告上。这些报告将会被分发给机构和个人投资者。大部分的报告篇幅都很短，只有 2 ~ 3 页。但其他一些，特别是阐述新投资方案的报告，则长达 30 ~ 40 页。

做出精确的盈利预测和良好的投资建议十分重要，但许多投资者也同样重视分析师传递的行业信息和其对趋势的判断。一直以来，遵从分析师的预测结果来做决策的机构投资者出乎意料得少。由于缺乏信任度，卖方职业被认为是“纸上谈兵”。这意味着分析师的工作效率常常以报告的数量而不是质量来衡量。以预测和建议为特征的数据服务的出现使得分析师预测的准确性受到了更大程度的关注。

股票研究部门可以帮助投资银行部门招揽金融咨询业务。通常当一家公司计划发行股票时，它会留意证券公司为其股票提供高质量研究报告的能力。如果一家证券公司拥有对发行公司所在行业了如指掌的分析师，那么这家证券公司就容易得到承做发行业务的权利。在发行活动中，优秀的研究报告能够支持股票价格、宣传发行者的业务并引起投资者的兴趣。虽然分析师不可以参与到投资银行业务中，但他们的研究对于咨询业务是至关重要的。位于圣路易斯城的 Stifel Nicolaus 投资公司的一位资深银行家表示：“除非我们的研究覆盖了该公司的股票，否则我们是不可能得到其证券承销的业务的。”

依靠证券分析获取交易收入

尽管咨询费收入对于大型投资银行来说很重要，但交易业务是普通证券公司更大的收入来源。买方机构通过经纪人来买卖股票。经纪人从中收取相应的佣金、赚取小额差价，或者从实际执行指令的另一个经纪人那里获得收入。由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于大部分交易间接地联系着一个机构买方和一个机构卖方，所以一个指令最终能产生两笔佣金。有限的交易额就能为经纪公司带来可观的佣金和差价收入。高质量的研究报告可以为分析师供职的公司赢得投资机构买卖股票的订单。因此，能为公司获得机构订单而声誉卓著的证券分析师，就是极有价值的雇员。

此外，公司交易部门可能会持有某只股票的短期头寸，以完成它作为“做市商”的职责，或针对预期的价格变动进行投机。由于公司自有资本承担了风险，也称作自有资本金交易。这种“做市商交易”有时需要咨询相关的证券分析师。这时分析师就成为交易商的信息来源，他的职责已超出了他从事研究的范围。

防火墙

根据行业规章制度，经纪公司的研究部门与其投资银行部门和交易部门互相独立运作。他们被虚拟的“防火墙”所隔离。只有以这种方式，投资客户才能确信分析师的结论不受利益冲突的干扰。实际上，这种理想状态是无法完全达到的，分析师常常会放弃自己的观点，许多分析师都不愿意发布建议卖出某些企业股票的报告，因为这样会招致这些企业客户的不快。实际上，撰写卖出建议的分析师通常会被包含丰富信息的会议和问答会话拒之门外，从而无法获得相关的重要数据。因此，大部分分析师的建议是买入股票，这令投资银行和潜在的企业客户们十分满意。最近的研究证实：证券经纪公司中超过 80% 的分析师建议是买入股票。机构投资者认识到了这一问题的存在，因而更加重视分析师所提供的最新的企业和行业信息。

总体来说，证券公司的分析师是新信息与新投资灵感很好的来源，但不能被当作绝对客观的观察者。经纪公司以赚取投资银行服务费收入、佣金和交易利润为主业。给投资者提供公正的研究报告并不在其首要考虑中。这一事实在 2007 年 8 月清楚地表现出来。卖方专家在当时给出的购买金融机构股票的建议就是完全错误的。随着次级住房抵押贷款市场的崩盘，相关股票也随即遭受连续的重创。然而，即使投资者们损失了数百亿美元，华尔街的分析师们却没有一个由于给出了糟糕的投资建议而被炒鱿鱼。事实上，2007 年 11 月花旗银行在注销了 110 亿美元的坏账之后股价下跌了 40%，高盛的分析师威廉·塔诺那（William Tanona）给出“卖出”花旗银行的股票建议被认为勇气可嘉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大型的机构投资者

大型的机构股票投资人一般管理着20亿美元以上的资金，大型的共同基金、对冲基金、资产管理公司、公司内部的退休基金、政府养老基金、银行信托部和大型的保险公司都属于此类。在大多数情况下，这些机构以提供收费性服务为原则代他人进行投资，其资金主要来源于个人、捐赠基金、公司退休金计划和缺少专门技术人员进行投资决策的政府养老基金。

专业的基金管理公司要收取它所管理的资产市值固定百分比的管理费，通常是每年0.5%~1.5%。不论投资基金盈利、亏损还是不亏不赚，客户都要支付这一费用，尽管业绩持续欠佳将导致投资者从基金管理公司那里抽回资金。在通常的管理制度安排下，机构基金管理公司并不直接参与分享投资决策带来的盈利（或承担亏损），对超常业绩的回报也是间接的。良好的记录能扩大客户基础，意味着更多的管理费收入。同样地，投资组合的盈亏与实际进行投资选择的经理人员没有直接的联系。投资组合经理以工资和奖金为收入来源，一贯良好的表现能带来加薪与升职的前景。但对冲基金的报酬却是一个例外。对冲基金公司会获得一笔固定的佣金，再加上投资组合收益超过预定收益率的15%~20%，通常情况下是每年8%。

由于有相当可观的收入作为基础，大型机构投资者雇得起专职分析师。这些人员的素质和数量取决于机构对内部估值投入更多，还是更重视华尔街研究报告或第三方独立研究。投资组合经理与内部分析师一同评估方案、调查企业并撰写特定股票的研究报告。在大多数机构中，选股的全过程由高级管理层组成的正式投资委员会来领导。委员会对提供了一个估值区间和一只特定股票买卖建议的研究报告进行审查。之后，它决定如何处理分析师的建议。

在大多数公司中，这个委员会只是例行公事地批准投资组合经理的意见。投资组合经理是很有影响力的人物，他常常是阅读研究报告的第一人。如果委员会同意了买入（或卖出）股票，投资组合经理就可以着手执行。然而，在许多机构中，投资组合经理在是否遵从委员会的决定上拥有很大的自主权。实际上，某些进取型基金（progressive fund）和许多对冲基金都已经取消了这种委员会。他们认为委员会都是平庸之才，牵制了投资组合经理的行为。

除了协助选股之外，分析师还是投资组合经理的智囊。大型资产管理机构拥有上百种不同的股票，并且它的各个投资组合经理忙于制定战略、分配资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与做出买卖决策。因此，经理人员无暇去了解关于投资组合中特定公司最新消息的细节。关于时代华纳公司你了解什么？有什么关于威瑞森（Verizon）的新信息？你怎么看谷歌公司？这样的问题都会直接交由内部分析师来解决。他们能够对个别企业和行业进行追踪研究。之后，投资组合经理会再用华尔街的观点和从外部购买的研究报告，作为对这种内部反馈的补充。

一门濒危的艺术？

在许多大型机构中，个股的选择成为一门濒危的艺术；因为随着时代的发展，传统的"买入并持有"的投资风格已经过时。传统分析方法的要点在于找到一只价值被低估的股票，进行投资，然后等待他人发现股票尚未被认识到的潜力。这一过程需要中期或者长期的时间来完成，但今天的投资组合经理面临着每个季度都要取得良好投资收益的压力。此外，基金管理业的日趋复杂化，意味着找到便宜货要比 20 年前困难得多。

两种准科学的投资方法（内在价值法和相对价值法）已广为人知并接受。格雷厄姆和多德倡导的内在价值法（intrinsic value method）认为，分析师应该去寻找以内在价值标准看来便宜的股票。这种股票的价格不大可能下降，并且迟早会上升。相对价值法（relative value approach）则认为满足以下条件的股票值得投资：①有稳定的增长前景；②有相对于同行业竞争对手股票价格来说合理的价格。长期来看，这些股票的表现会超过其他股票。内在价值法的不利方面在于每个人都相信它，于是实际上所有符合条件的股票价格都已被买涨。而相对价值法的问题在于，它依赖并不可靠的比较和并不确定的未来收益。这两种方法都要求随时关注投资对象，并对它做出费时费力的分析。表 2-1 列出了现在的投资组合经理无法遵循传统方式的原因。

表 2-1 机构投资者不再重视证券分析的原因

- 证券分析不能马上带来收益
- 难以找到有利可图的投资项目
- 分析过程费时费力
- 机构的巨额资金基础削弱了个股的重要性
- 影子指数、板块轮动、市场择时、宏观金融以及量化分析投资风格正在流行

随着大型机构投资者的规模越来越大，它们的选股更趋于多样化。于是每一笔股票投资对整个投资组合收益的影响越来越小。它们所持有的股票大部分都属于广为追随的《财富》杂志排名前 100 名的大公司。这些股票的估值异常几乎很难找到。因此，除少数特殊情况外，许多机构不再重视寻找廉价的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是转而关注另类投资风格。如影子指数（shadow indexing）、板块轮动（sector rotation）、市场择时（market timing）、宏观金融（macro finance）和量化分析（quantitative analysis）。

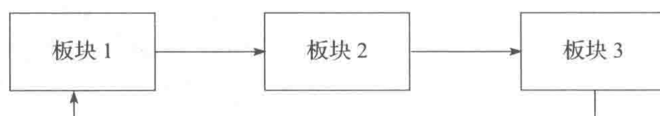
影子指数

大多数的资产管理人认为自己会偏好某些个别的投资风格，比如大盘股、成长股或者价值股。每一种类型的股票都有与之相应的股票指数，资产管理人就会将自己的投资组合与相关的股票指数的表现相比较。如果一个大盘股经理创造了10%的收益率，而大盘股指数仅仅上升了9%，那么这一经理的投资就战胜了指数。与其冒险与指数相背离，典型的投资经理如今会将其投资组合的70%投资于构成指数或与之类似的股票。而只有剩下的30%的证券是经过仔细研究而选择出来的。所以，对证券分析师的需求也在逐渐下降。

板块轮动

“板块轮动”型的投资组合经理，不通过会见公司管理人员和审视公司财务报表来寻找廉价个股，他们试图发现相对其他行业而言廉价的行业。一旦找到目标，他们便撤出定价偏高行业的投资，而将其投入定价偏低的行业。证券分析师在这一过程中只扮演次要角色，他们只负责在行业范围内列出可选公司的名单。关键的决策点在于板块切换；对公司股票几乎不用做进一步的研究，而只需按可选公司名单买入。

在某种意义上，这种方式类似于相对价值法。板块轮动投资者常常这样说，“医药行业股票相对于高科技股票更便宜”或“周期性行业看起来比成长性行业更具投资价值”。以前在富达公司旗下的麦哲伦基金供职的杰夫·文尼克（Jeff Vinik）就是一个很好的板块轮动投资者。图2-1列示了板块轮动所遵循的模式。



第1步：投资于板块1
第2步：板块2的股票更具投资价值，卖掉板块1股票，买入板块2股票
第3步：当板块3的投资价值更高时卖出板块2的股票
第4步：板块1的股票价格下降，投资组合经理卖掉板块3的股票，又进入板块1投资

图2-1 板块轮动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场择时

单个公司股票的股价往往与整个市场协同运动。如果市场指数下跌，大部分股票会顺应这一趋势。在这种情况下，利率、汇率或石油价格等宏观经济因素压倒盈利水平的提高等积极性的公司指标，发挥着决定性的作用。许多投资组合经理会把股票选择和板块轮动技巧同对市场主要趋势的预测结合起来。如果判断股票价格将会上涨，他们就 100% 投资于股票；如果预测下降趋势即将出现，他们会减少持股比例，在投资组合中保留部分现金。一旦经理人员认为市场择时比股票选择更加重要，就会使证券分析师在决策过程中所起的作用受到削弱。

宏观金融

“宏观金融”法指导下的投资者着眼全球来选择行业与个股。如果美国利率预期下降，他们买入公用事业股，因为在低利率时期公用事业股价格会趋于上升。中东问题可能促使他们收购国内石油公司股票。通常情况下，他们在进行公司股票买卖时并不去了解其经营情况，内部分析师的重要性便降低了。股票投资对象的候选名单主要根据华尔街研究报告得出。量子基金的乔治·索罗斯便是最著名的宏观对冲的实践者。

量化分析

“量化分析”法指导下的投资者主要依赖于功能强大的计算机和成熟的软件，通过可转债套利、配对交易风险套利、外汇套息交易，以及许多其他更多依赖于这些证券与其他证券的历史关联而非其潜在价值的策略来获取收益。

过去的 10 年里，人们见证了衍生工具应用的爆炸性增长。衍生工具是指其价值依赖于标的证券（股票、债券或指数）的投资工具。流行的衍生工具包括可转换债券、看涨/看跌期权和期货合约。华尔街的公司会根据客户的要求为其量身定制衍生工具合约。应用量化分析法的经理人员使用这些衍生工具，试图发现并利用衍生工具与其标的证券之间的短暂定价偏差，以及相互竞争的衍生工具之间的价值偏差。每笔交易的利润率一般不到 1%。但交易头寸只维持 1～2 天，这使得投资经理可以快速周转资本。例如，如果你每天的交易能赚 0.1%，年回报率将超过 40%。

行业轮动、市场择时、宏观金融和量化分析这 4 种投资风格中的决定因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分都转瞬即逝。应用这些方法的机构有很高的换手率，它们每年的交易量大约是其投资组合价值的5~6倍。所以，通常股票的持有期不超过90天。这种近乎疯狂的行为，使证券分析师没有时间详细地考察企业并写出研究报告。

所有的上述方法都被称为“主动管理”（active management）策略。投资组合经理在他的投资哲学基础上做出明确的投资决策。尽管机构投资者为此花费了大量的时间和金钱，但大部分投资组合经理仍不能始终有超越市场整体指数（如标准普尔500指数）的表现。即使是共同基金中最好的经理，也只能超过市场年回报率1~2个百分点。尽管对这种现象有一些合理的解释，但把资金交给基金经理管理的客户还是疑虑重重。正因为大部分机构提供的回报率还不及市场指数，转向采用“被动管理”策略的指数基金的客户正在逐渐增加。

指数基金和交易所交易基金

指数基金和交易所交易基金（ETF）持有构成指数的具有代表性的样本股票，以此来模拟股票指数的表现。一旦样本建立起来，就不需要再对它进行主动的投资管理，因为它跟踪的是指数的涨跌。现有的此类基金和交易所交易基金模拟许多不同的指数，从标准普尔500指数等综合指数到纳斯达克计算机指数（NASDAQ computer index）等高科技指数，再到摩根士丹利（Morgan Stanley）新兴市场指数等外国指数。美国股票基金所管理的资金总额中有25%~30%投放于指数基金和交易所交易基金。全美最大的指数基金“先锋指数500”在2008年拥有1 250亿美元的资产，是全国第三大基金。它仅排在富达麦哲伦基金（Fidelity Magellan Fund）和美洲基金投资公司（Investment Co. of America Fund）之后。

指数基金和交易所交易基金的成功代表着有效市场理论的胜利。这一理论认为，股票价格能反映出所有可以获得的信息。分析师寻找被低估的证券的努力是徒劳的，因为股票的特性已经被其他人彻底地评估过。指数基金和交易所交易基金的成长也反映了投资者对证券分析师和投资基金经理的失望。事实上，标准普尔500指数在过去10年内击败了72%的积极管理的大型基金。指数基金现在已成为主要的机构投资者。

小型资产管理公司

全额投资于股票的大型机构投资者，其规模、管理上的局限和投资分散化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的要求使得它们的经营业绩倾向于与综合市场指数一同变动。小型基金管理公司管理的资产少于20亿美元，它们在设计超越市场的策略方面保留了更多的灵活性，能够从那些对于大型机构投资者而言太小的公司中发现价值。小盘股的数量远远多于可口可乐和福特汽车等声名卓著的股票，并且定价无效的情况更为普遍。仅仅把"小盘股"定义为市值在5 000万美元到10亿美元之间，就能涵盖5 000多种潜在的研究对象。表2-2列示了小型投资基金的优势。

表 2-2 小型投资基金的证券分析

- 特殊个股的挑选能使资产组合的整体收益大大改观
- 小型基金可以着眼于有吸引力的"小盘股"
- 对诸如问题证券这样的复杂情况更容易进行分析
- 小型基金可以专注于一个行业，从而利用对该行业特有的分析能力获利

小型基金的投资组合经理管理着不超过10亿美元的有限资产，这使得他能够对个股做出有意义的投资的同时，不会不恰当地影响它们的价格。大型机构就做不到这一点。它们为了在小盘股中建仓而购买股票的行为本身就会扰乱正常的价格。同样地，小型基金有能力进行细致的研究，在市场中搜寻便宜的股票，并花费大量的时间分析特殊情况。在专门投资于某一行业的小型基金中，证券分析更加受到重视。例如，一只生物科技基金只需要1～2名分析师就能研究这一行业中的主要上市公司，低成本地提供可用于整个基金的分析。其他类型的小型机构投资者则侧重投资于某种风格的股票，如"成长型股票"或"价值型股票"。这类公司的分析师认为，所有快速增长行业中的成长型公司都有着共同的特点，因而他们不局限于某一特定行业。同样地，一个"价值分析者"发现，对交易价格低于内在价值的股票，可以采用重复的估值模式。

在小型基金中，投资组合经理和证券分析师共同制定投资方案，然后呈报给一个投资委员会。和大型机构的委员会一样，小型基金委员会也在很大程度上依赖于投资组合经理的导向。在对冲基金等某些小型基金中，内部控制结构更加宽松，投资组合经理会在没有正式投资委员会的情况下管理基金的运作。

大部分小型共同基金、资产管理公司和银行信托部每年向客户收取固定比率的服务费，通常是所管理资产市值的某个百分比。同大型机构一样，无论客户是否赚钱，基金管理公司都要收费。它们向投资组合经理和证券分析师支付工资和可变动的奖金。越来越多的资产管理公司采取合伙制投资公司或对冲基金的形式，在这种情况下，经理可以分享一定比例的利润。投资组合经理和主要分析师是普通合伙人，提供大部分资金的客户是有限合伙人。一种常见的安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排是普通合伙人投入 1% 的资本，就能换取 20% 的利润。合伙制公司会要求基金达到一个最低回报率，例如每年 8%，之后普通合伙人才能提走他应得的收益（附带权益）。

“对冲基金”这一名词起源于多年以前。许多投资者把他们的资金集中起来，买入他们看涨的股票，同时卖出他们看跌的股票。这样，他们在股价整体上升或下降的情况下都能获利。发生损失的可能性由于方向相反的交易（对冲）而大大减小，这一策略在今天也被称为市场中性投资策略。在古老的对冲基金中，主要合伙人能获得 20% 的利润。这一绰号后来被沿用至包含管理人员利润分享安排的合伙制股票基金。与过去相比，今天的对冲基金以更加开放的形式进行股票交易，有时甚至很少采用对冲的形式。实际上，对冲基金的投资经理以在并不牢靠的投资题材上下大赌注为荣。由于对冲基金经理可以按 20:1 的倍数扩大他 1% 的资本投资，所以证券分析师乐于加入对冲基金。他们认真地进行选股，而不仅仅是推荐它们。许多成功的分析师都转入能赚大钱的对冲基金工作。

评级机构

评级机构的业务主要被标准普尔、穆迪和惠誉公司所主导。这 3 家公司总共雇用了 5 000 名分析师，这些分析师的主要工作就是对公司和政府发行的固定收益证券进行信用评级。与股权投资业务中投资者向外部研究支付费用的方式相反，这些评级机构会向证券发行者收取信用评级的费用，并向公众发布评级结果。由于近 20 年来关于不负责任的银行和保险公司的丑闻频发，监管者要求这些行业中的参与者主要购买由这些顶尖机构进行信用评级的固定收益证券或债券。由于政府机构本质上对银行和保险机构的负债进行担保，建立评级机构的目的在于构建一个独立客观的组织以确定债务的价值，而不是急于做成一笔交易或增加短期的收益。这一系统运作得相当好。然而，2007 年和 2008 年的次贷危机在某种程度上却是因为评级机构对债务抵押债券（CDO）给出了过高的评级。随后，数百亿美元债券评级的下调使得公众对这些评级公司风险评估的能力、机构投资者的内部估值，以及机构投资者对评级机构的过度依赖产生了怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资者：一个特殊的群体

绝大部分个人投资者缺少时间、专业训练和经验，无法深入细致地分析他们的股票投资。他们中许多人通过购买共同基金的份额来避免个股选择的痛苦。其他人则沉迷于根据经纪人的建议、朋友的劝告或新闻媒体的报道，进行偶尔的股票投机。只有少数人使用本书中提供的方法评估股票的价格。

正如前面所提到的，信息是股票市场的血脉。从这一点来看，个人投资者相对于证券公司和著名机构来说处于非常不利的境地。大部分新上市公司的信息以公正的方式公之于众。但有关重大事件的消息常常首先由主要市场参与者得到，使他们在短时间内有时间获利。实际上，一项研究曾指出，40% 的被收购股票在有关收购行为的信息公开发布之前都经历了股价的大幅上涨。除了掌握了消息来源渠道外，机构和证券公司更易于从公司管理层那里获得有关公司问题的答案。在华尔街，个人投资者总是最后一个才得到消息。例如，一些卖方分析师发表买卖股票的建议。由于投资者很快听从他们的劝告进行买卖，股票价格会发生变动。

专业交易商和大量使用计算机的机构在利用新消息获利方面同样较个人投资者具有优势。极少有个人投资者能够花费整天的时间，每分每秒地追踪研究报告、股票价格和新闻。然而，任何通过网络由新闻机构传来的数据都能够立即被至少 10 万专业人员所解读，同时迅速被机构的计算机处理。《华尔街日报》与《纽约时报》上公布的信息虽然只晚了 12 ~24 个小时，但其时效性已经大大打了折扣。因此，个人投资者需要排除几天或几个星期前陈旧信息的干扰。只有在分析中付出极大的努力，才能克服这一不利因素。

尽管存在这些障碍，还是有一些投资人在投资活动中应用证券分析技巧，并有极好的表现。以我的经验，最成功的参与者有两类：①那些有过金融从业经验的人，他们能自己进行分析；②那些有行业专门知识的人，他们能首先预测出影响股价的行业未来发展情况。

尽管形势对个人投资者不利，但还远不至于毫无希望。公开上市的公司有几千家，大型机构投资者与经纪商不可能一直留意每一家公司。成千上万的市场行情观测者无法面面俱到，计算机的技能也只能达到其程序设计师的程度。因此，价格异常现象会常常出现。在个人投资者寻求价格与价值之间差异的同时，他们也可以运用常识来买卖众人追随的股票。专业的市场参与者会不可避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免地受到华尔街从众心理的影响，常常产生被称为“本月股票”这种奇怪的估值现象。在分析师认识到估值过高后，股价会回落。所以，有见地的投资者偶尔进行卖空是十分可取的。同样地，常识也能促使投资者做出买入的决定，即买入那些价格从高峰跌落的股票。

2004 年生物科技股票价格的飞涨就是一个很好的例子。机构投资者在生物科技行业的经济前景上疯狂地下赌注。在 12 个月的时间里，纳斯达克生物科技股指数几乎翻了一倍，然而接下来又在 3 个月内下跌 40%。

企业价值评估

除了资本市场参与者以外，许多的个人也将证券分析技术运用到通常称为“企业价值评估”的行业当中。从事这类工作的人发表有关公司或其证券价值的报告，这些报告具有诸多与税务、会计和法律相关的功能。由于互联网热潮时代的投资狂热，联邦政府要求审计公司和私募股权公司增加对该类报告的使用。为了节约费用，这些报告使用者淡化了这一要求，导致最终的报告常常更像烦琐的形式主义文件，而不是有深度的分析。

这种职业的另一个延伸是企业发展。每一个大型的企业都拥有研究收购和开展新业务线等机会的部门。这些部门的相关员工都精通证券分析。

小结

通常，参与到证券市场中的个人投资者数以万计，但全职的证券分析师仅有 4 万人。这些分析师大部分都在 4 种部门工作：证券公司、大型机构、小型机构和评级机构。证券公司内分析师的集中程度最高，较大的公司有几十名专门研究不同行业的专业人员。他们追踪特定的公司、公布研究报告、同机构客户一起寻找投资机会。在买方机构中，分析师的作用更接近纯粹的选择股票。他作为特定行业的专家与投资组合经理密切合作，为投资选择建立起一个理性的基础。

分析师在小型机构中的地位较高，他们的投资建议能够得到足够的重视。而在大型机构中，他们的影响力则较小。大型共同基金集团下有多家基金，这些基金涵盖了几百种股票。几乎没有一只股票单个看来对总体收益是重要的。由于规模庞大，大型基金常常依赖板块轮动、市场择时、宏观金融和量化分析的投资技巧。这些方法由于涉及更宽广的投资题材而降低了证券分析的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

寻求公平的竞争环境

股票市场的竞争环境究竟在多大程度上是公平的？一方面，它为参与者获得与其他人一样的成功提供了合理、公平的机会；另一方面，某些参与者在市场竞争中有先天优势或能够利用监管体系的漏洞，从而破坏这种公平性。本章，我们将分析使股市系统正常运转的保护措施，及其对首次公开发行股票产生的影响。

券商、机构和个人投资者在股票选择中很大程度上依赖已知的交易信息。某股票的市场价值与其合理价值的吻合程度不仅仅取决于供给和需求的均衡；相反，更重要的因素则是投资者进行决策时所依据信息的质量。因而，分析师在做出买进或卖出建议之前，必须清楚：①不同投资机会的当前盈利情况和未来盈利前景；②相互之间竞争资金的股票的公允价格。这更加强调了正确可靠的公司信息和各个市场中公开、公平交易的重要性。

除有助于进行企业估值之外，高质量的信息和有序的市场还有利于投资资金的合理分配。理想状态下，通过供求决定的股票价格反映了技术上训练有素的投资者的集体观点。投资者在做出决策之前会依据这类数据潜心研究各行业（及行业中公司）的长期投资前景。他们估算每项投资的长期预期，并详细比较各种投资的相对价格和风险，最终做出决定。虽然理性的推测在这种理想状态下也会起一定作用，但决策过程的严格性确保了资金流向那些经济上最有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能成功的公司。严谨的分析也相应降低了那些无法证明自身发展潜力的公司筹措资金的能力。

上述所讲的是个完美的体系，在学术术语中被称为“有效市场”。正如前面提到的，现实世界与这种理想状态相去甚远，但更高质量的公司信息和改善的市场秩序则能使两者接近。事实上，政府已经意识到有效的证券市场是法治社会的目标之一。毕竟，美国的经济利益要求资本投入到最应得的行业，并使投资者获得合理的价值。出于这个原因，美国政府会定期推行监管举措以引导证券市场朝有效市场的方向发展。比如，鼓励证券交易所整合各自的努力进入金融业监管局（FINRA），以追求更完善的自我约束机制，并通过推动若干会计政策的变更提升财务报表的准确性。

2000 年和 2008 年的市场崩溃表现出证券市场仍存在着许多缺陷，并有矫枉过正或矫正不足的倾向。话虽如此，政府和证券交易所规定的公司信息披露和交易规则很大程度上是成功的，通过对上市公司的盈利前景进行回顾研究可以发现，那些交易活跃股票的价格是合理的。尽管取得了这些成功，但不正当的交易行为仍继续阻碍市场对股票的正确定价。这些可疑的行为包括：

- 发行股票、公布季度报告或参与收购兼并的公司传播误导性信息；
- 发行人、投资银行家、基金经理、财团或个人投资者操纵股票价格；
- 通过大多不受监管的场外股权衍生品或信用违约互换在公司股权中隐藏利益；
- 根据内幕信息买卖股票；
- 利用高压销售战略或虚假陈述吸引投资公众；
- 利用过高的杠杆率，以券商自营的身份收购股票或以经纪人的身份代理交易。

监管当局在减少这类违规行为发生频率方面是很有影响力的，但有必要理解他们在操作中的局限性。市场中每天有成千上万的经纪人、机构和个人在进行着数以百万计的、对几千种证券的交易。尽管监管当局拥有几百万美元的预算、高速计算机和极具奉献精神的员工，但在人员数量和设备质量上远不及那些在证券市场中占据统治地位的公司、投资基金、大型券商和专业的投资人。

即便违规交易者被当场捕获，监管当局仍面临一系列难题。在获得那些严重触犯证券法行为的赔偿之前，往往需要长达几年的诉讼，而大型的参与者通常具有政治影响力和巨额法律预算。出于这些原因，尽管专业人士能够认识到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管当局是投资者的朋友，但“买者自慎”的信条仍占了上风。因此，在投资决策之前必须进行综合分析，没有其他方法可以代替。

证券监管历史概述

违规行为贯穿了整个证券市场发展的历史，但直至 20 世纪 20 年代，该问题才变得引人注目。那是公众在股票买卖中扮演重要角色的年代。在那段时间，股票价格迅速上涨，许多不成熟的投资者受到高额利润的吸引，决定将他们储蓄的一部分投入证券市场。到 20 年代末，超过 1 000 万的个人投资者持有了大部分上市公司的股份，这与早期情况形成鲜明对比。许多年以来，证券市场都是职业交易者和投机者的领地。保险公司和银行信托部等已有的投资机构通常认为普通股风险过高而不进行投资，他们明显偏好保守的政府和公司债券。从增加参与者数量和引进更多资本的角度上讲，大规模个人投资者的进入是有积极意义的，但这同时也给无良从业者提供了利用无知玩家的机会。

尽管股票市场对美国的金融业举足轻重，但 20 世纪 20 年代的股票市场却主要是投机性的。造成这种状况的关键因素在于股票发行公司向投资者提供的信息非常有限。即使有众多大型公司挂牌的纽约证券交易所（New York Stock Exchange），也不过每年向公众持股者提供上市公司简单的利润表和资产负债表。而其他交易所和场外交易市场在信息要求方面甚至连这样的最低限度都达不到。例如，斯隆与斯坦达德在 1929 年的研究中指出，323 家主要的上市公司中有 257 家拒绝向公众公布年度销售收入。季度的利润表经常不予公布，公司的董事往往保留关于公司活动的信息，以便他们能利用信息公开时引起的股价变动为自身谋利。同时，不同企业之间的会计准则相差巨大，很难对不同公司的利润表和资产负债表进行对比分析。投资者要求获得相关信息，但上市公司坚持不予配合——除了其他原因，上市公司还担心使竞争对手注意到其业务进展。尽管许多投资银行家已经意识到这种最低的披露要求是不可持续的，但交易所选择支持证券发行人。总而言之，分析师被迫在理性投资决策所需信息缺乏的情况下，做出股票价格会飙升的承诺。

新发行股票的质量随着股票价格的盘旋上升而下降。投资银行和商业银行迫不及待地参与股票的分销，对于发行人的长期盈利前景却不予留意，这类现象在每个牛市中都会出现。承销商未经审慎原则要求的详细分析就做出承销决策。这些质量低下且被高估的股票价格大幅波动，并使得整个市场的基础摇摇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欲坠。

其他的复杂状况更使信息不足和投机事项所导致的问题雪上加霜。公然欺诈、价格操纵、内幕交易、未公开的投资组合和空头袭击（bear raid）等令人厌恶的交易行为持续在幕后上演。同时，许多被称为“空桶店”[一]（bucket shop）或“锅炉房”[二]（boiler room）的不诚实券商利用高压销售战略骗取经验不足投资者的资金。最终，商业银行和经纪公司只能通过向客户提供宽松的信贷来使交易的“车轮”正常转动。股票的贷款价值比率（loan-to-value ratio）在20世纪20年代高达90%，而今天这一比率对个人只有50%。这种轻松提供的资金加重了证券市场的赌博气氛并进一步扭曲了股票的真实价值。

由于联邦政府层面缺乏对这类行为的有效监管，许多州通过了旨在监管州外发行人在本州销售股票的法律。经过这些旨在保护本地投资者的法律约束，出售高投机性股票就像“出售一片蓝天”一样，这些法律因而又被称作《蓝天法》（blue-sky regulations）。由于州与州之间很少进行协调，导致各州的《蓝天法》不尽相同，皆是由含糊不清、界定不明的条例拼凑而成。此外，由于各州的证券部门往往缺少培训、人员不足、资金匮乏，他们无法对华尔街人员精心设计的诡计构成太大的障碍。

证券交易所对他们的成员进行自我监督无异于老鼠管米仓。交易所中几乎不存在管理措施，书本上那些惩罚措施也只有当违规者在警告面前仍公然重复触犯时才会被实施。场外交易更是不受约束。

20世纪30年代联邦政府对股市管理的加强脱胎于这样的观念：欺诈行为和过度投机在1929年的灾难性股市大崩溃中发挥了关键作用，当时的股票价格在两天之中下跌了23%。除了在一夜之间大幅降低投资者的账面财富之外，这次崩溃还使国家的金融体系瘫痪并与其他经济问题一起造成了之后的大萧条。在胡佛政府和交易所尽力实施更强的投资者保护措施时，各类违规行为仍持续占据报纸的新闻头条，这导致了一项要求加强监管的参议院调查。罗斯福当选半年后，通过了1933年的《证券法》。并在1934年的《证券交易法》指导下，组建了旨在保护投资者和维护公平有序市场环境的独立机构——证券交易委员会（SEC）。

[一] 空桶店喻指利用客户资金买空卖空的经纪公司。——译者注
[二] 锅炉房喻指采用强制措施兜售证券的公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最高监管机构：证券交易委员会

证券交易委员会（SEC）成立的最初宗旨在于监督信息在证券发行企业和投资者之间的流动。它很快获得了“披露机构”（disclosure agency）的美称。企业在联邦级别的交易所发行股票之前，必须向 SEC 提交长篇的上市登记表以获准注册。登记表中需陈述证券的基本情况、公司业务、财务记录和发展前景（后来在 1964 年，国会将这一规定的适用范围扩展到场外交易市场）。此后，市场仍需定期向 SEC 呈送这些文件，以便向投资者公开。发行公司还需要披露有关股东的许多其他事项，比如收购查询的细节、重大业务变化和管理层薪酬。上市公司还需要将年度财务报表交由独立的会计师事务所进行审计，这使会计行业成为 30 年代成长最快的行业之一。尽管获得这些程度的公司信息在今天看来是理所当然的事情，但最初这一状况由于 SEC 的立法而出现时，却催生了企业信息收集和证券分析行业的成长。投资者的操作从此不必再依靠参差不齐的数据和半真半假或错误的信息。

在 SEC 成立之前，证券发行资料被设计成营销工具而不是信息披露文件。招股说明书只包含零零碎碎的信息，难以为独立评估提供原始材料。发行资料的指导原则是诱导潜在投资者购买股票，因而许多招股说明书提供的是不充分的披露信息、夸大的承诺和完全虚假的陈述。且看 1919 年得州鹰牌石油公司（Texas Eagle Oil Company）的发行公告。该公司在仅有 6 个月的经营历史、不存在任何销售或盈利记录的情况下宣称：

> 我们如同老鹰一般牢牢抓住得克萨斯州中部的油田。仅有 10 000 股供公开认购。
>
> 我们的企业如同银行一样可靠。万无一失的利润、可核实的账户、公开的账簿。没有任何秘密。
>
> 请以对您的银行同样的信心把您的钱存放在我们这儿。㊀

SEC 对披露的信息进行监管。对于首次发行的股票，公司需要提供充分的信息，以便一个“理性人”能够做出知情的投资决策。同时，作为保荐的投行

㊀ 即购买股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要在各股票上市前对其进行调查。由于提供重大虚假陈述或遗漏事实而促成投资者购买该股票并因此蒙受资金损失的，发行人和其他责任方需要负法律责任。实际上，SEC 试图促使卖家谨慎负责来扭转“买者自慎”的情况，但证明这类遗漏事实和追回损失的资金对于投资者而言意味着极其艰巨的司法过程。

SEC 的工作人员中有会计师、律师和对新股进行估值的金融分析师，但它主要依靠公司申请注册过程中提供的信息，SEC 既没有人力也没有财力对发行股票的公司做出自己的调查。因而，信息披露系统主要建立在参与交易的发行人、投资银行家、律师和会计师的自律性之上——尽管这个群体中的一些人与公众的知情权之间有明显的利益冲突，这仍是投资者抵挡书面材料中的公然欺诈或无意性失实陈述的第一道防线。

这个信息披露系统运作良好，但也存在几处重大缺陷。其中最突出的一点大概是公司披露文件的书写方式。为了减少发行人客户被投资者起诉的可能，律师全面接手了披露文件中的说明性工作，而他们努力的成果则是以一种枯燥乏味、做作十足的文体方式来表述对发行人业务与前景的说明，只有专业人士才能理解其内容。普通投资者对这类文件丧失兴趣，不去仔细研究，则自然成为无良股票发行人的囊中之物，尤其是那些尚未经过市场检验的新股。

信息披露系统未能深挖股票发行的主要风险。正如我不断亲眼所见的，公司、律师和银行家竭尽所能用晦涩难懂的法律语言掩盖混淆重大的商业风险。下文摘录自 TDK 太阳能公司（TDK Solar）2007 年首次公开发行招股说明书中的一段话即能说明这点：

> 减少或取消太阳能发电行业的政府补贴和经济激励措施，会导致对我们产品需求的下降，因此会对我们的商业前景和经营业绩产生不利影响。
>
> 为什么不实话实说呢？
>
> 失去大规模政府补贴的话，太阳能发电就是不经济的。如果油价跌破每桶 70 美元且政府不再实施补贴，太阳能发电行业和企业都将深陷困境。

在各类会计惯例的使用中，也沾染了 IPO 招股说明书和其他文件中的这种法律语言的毛病，使得发行人以不代表经济现实的方式报告销售和盈利。诸如网络股崩盘、管理层股票期权的不法行为、安然事件爆发和结构化投资工具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(SIV) 危机等一再出现的财务丑闻，迫使 SEC 表明对财务结果以何种方式报告的强有力立场，这项任务历来是委派给财务会计准则委员会（FASB）的。

一家公司的股票价值取决于其未来的业绩，而非过去的历史。那么，为什么一个潜在的发行人不披露管理层的业务计划呢？企业可以提供它的信息——SEC 也鼓励这种做法，但发行人的律师总是建议不要将计划公之于众。造成这种局面，我们的司法制度难辞其咎。一旦投资者在交易中赔钱，发行人极有可能被成功起诉，即使招股说明书中含有警告提示。同样，招股说明书中既没有可比上市公司的估值比率，也没有近期行业收购交易的定价。正如我们将看到的，这些材料是证券分析不可或缺的，而它却从未在招股说明书中出现过。

SEC 承认“证券如实登记法”（truth in securities）既没有禁止买卖投机性证券或高估的股票，也不能确保投资者的投资获得合理的回报。考虑到政府坚持限制许多远没有这么明显的不正当金融行为，比如在租赁中隐藏利息费用和误导性的保险营销行为，SEC 的这一立场看起来可真是令人费解。通过强制要求信息披露，SEC 的监管试图向投资者和证券分析师提供做出明智决策所需的足够信息。因而可以由市场而非政府就某个证券的价值做出最终判断。表 3-1 列示了 SEC 几方面的监管职能。

表 3-1 证券交易委员会的监管职能

- 新发行证券的信息
- 监督上市公司的会计惯例
- 维持已有上市公司的信息发布
- 监督证券公司公正的交易和销售行为
- 负责交易所的注册并监督其自律行为
- 负责证券公司的注册并监督其诚实的商业行为
- 监管共同基金、银行信托部和保险公司等投资公司和投资顾问

销售和交易行为

除了要求上市公司提供充分准确的信息外，SEC 管理法规还寻求维护市场的公平有序。相关法规赋予了 SEC 监督证券交易所、证券公司和基金经理（包括他们的各种雇员）等证券市场主要参与者，以及内幕交易、未披露投资组合和价格操纵等不正当交易行为的广泛权力。如同信息披露制度一样，销售和交易行为的监管也主要通过自律机制实现。纽约证券交易所、美国证券交易所、纳斯达克和各区域交易所，以及各经纪公司，都制定了规章制度以保护投资者，美国金融监管局（FINRA）实施监督，执法部门查找并惩处违规者（见图 3-1）。因此，资本基础不足的证券公司或违规操作的经纪人会首先受到行业自身监管和美国金融监管局监督，而不是 SEC。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 3-1 投资游戏与证券交易委员会的监管框架

当交易所发现行业监管机制之外某人的违规行为时，就移交政府处理。经纪公司应该警惕寻找客户的内幕交易，拒绝在股价操纵中提供合作，限制内部交易员、经纪人和账户持有人进行过度投机，但这一系统远不够完善。许多证券公司对不正当的行为视而不见，而 SEC 总要等到有人投诉才对问题着手调查的应对方式则助长了这种自鸣得意。美国金融监管局相对较新且尚未建立跟踪记录。

不断寻找企业和证券公司违规行为的集体诉讼团体频繁地钻这种监管懈怠之处的空子。集体诉讼的律所在金融市场搜寻能提起诉讼的违规行为，以便从中收取费用。绝大多数的这类诉讼中，受害的投资者即使能获得赔偿也是非常少量的，但律所会以咄咄逼人的姿态耗费违规者大量的时间和金钱。因此，这可以视为股东们的第二道防线。最终，州总检察长有权追查违法的上市公司，而积极主动的州总检察长已经引发了对于重大金融丑闻的调查。

根据我个人在投资银行业工作的经验得出的结论：自律机制在遏制那些极其恶劣的违规行为上是有效的，但对于那些不那么严重的违规行为则另当别论。以次充好、蒙骗经验不足投资者的营销策略比比皆是，较差的经纪公司欺骗客户的交易行为、收取客户过多费用的共同基金、银行没能盯市和未被发觉的内幕交易等。这些违规行为伤害了投资者，但他们很少影响分析师对具体股票价值的评估，正如我前面提到的，股价的评估可以偏离估值中枢好几美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内幕交易是另一种不时有损市场可信度的行为。2007 年，在锡安银行公司（Zion's Bancorp）的一项 20 亿美元的收购要约公之于众之前，Amergy 银行公司（Amergy Bancorp）的非法内幕交易对其股票价格干扰了 48 小时。之后这一消息即被公布，操纵只维持了很短时间。然而，该股票价格的诚信在这几天遭到破坏。大约有一半被收购公司的股票价格会在消息正式公布之前上涨，但监管当局很少能找到肇事者。

此外，SEC 丝毫无助于消除个人股票经纪与机构证券销售在各自工作中的内在利益冲突。这些个体的报酬不可避免地与他们从客户那里获得的交易费总额直接相关（而不是交易结果）。因而，他们总是面临着争取更多业务的压力，即便相关的活动不符合客户的利益。同样需要处理的利益冲突还包括，允许共同基金直接流向关系好的经纪人、把客户的闲钱投资于昂贵的货币市场基金以及促成其他“讨人喜欢的安排”（sweetheart arrangement）。此外，即使是定制的衍生品在市场中发挥了相当大作用的情况下，SEC 也几乎没有能力监控这些产品，正如它对代表了很大一部分交易活动的对冲基金只具有少量的控制一样。

2008 年金融危机在全球范围内引发了重大经济破坏，美国和国外的监管机构正在研究如何最大限度地降低它再度上演的可能性。尽管向金融机构提供了巨额补贴，该行业正在尝试做出温和的改变。这场金融危机始于房地产贷款和固定收益证券，继而蔓延至权益工具投资。股票市场的监管之所以是个难题，是由于它不仅涉及监管数以千计的上市公司、证券市场及股票经纪人，而且涉及控制和抑制层出不穷的股票推广和交易方案。此外，SEC 现如今在制定会计政策方面起到重要作用，监管预算的增加、执法部门反证券欺诈的力度加大、联邦对金融监管局的接管以及涵盖股票和股票衍生品的监管结合都将有效改善目前的环境。

保证金管理

大体而言，这些违规行为在每天的交易量中占不了太大份额，几乎毫无例外地，他们往往也不会长期影响某证券的经济价值。但如果放任不管，这些违规行为累积的负面影响将有损投资者信心。如果投资者和发行人认为没有得到公正合理的对待，市场就无法正常运转，也无法为经济发展提供充足的资本。

政府对于以保证金方式购买股票的限制，有助于控制投机。保证金购买即利用信贷资金购买股票，而信贷条件的放宽会增加股票的投资资金，使股价大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅上涨。为了减少利用借贷资金进行的投机行为，政府通过美联储规定了普通股的最高贷款价值比。这一比率多年来一直是 50%，不过对冲基金等机构会采取提高这一杠杆率的策略，而政府对这一行为几乎不加约束。

新发行股票的生命周期

如表 3-2 所示，监管机构负责管理证券的公开发行；确保相关信息持续在投资群体中的传播；随着股票在二级市场逐渐成熟，监督股票的买卖和推介；当公司由于股票回购、收购、兼并或破产而导致股票摘牌时，要求适当的信息披露。

表 3-2 证券生命周期各阶段的监管

生命周期阶段	监管框架
1. 首次公开发行	• 确保正确的信息披露 • 符合在交易所挂牌的要求 • 证券承销商进行尽职调查
2. IPO 证券成为在二级市场买卖的上市证券	• 公司（发行人）需要定期提供财务报告及其他相关资料 • SEC 审查报告中的充分信息披露和会计处理方法 • SEC 监督股票交易所和证券公司的自律工作，以防止股票交易、买卖和推介中的违规行为 • SEC 搜寻交易所系统之外的股票价格操纵、内幕交易和其他违法行为 • 金融监管局代表交易所进行监管 • 集体诉讼团体监视上市公司的违规行为 • 州总检察长查找问题
3. 证券摘牌	• SEC 要求充分披露上市公司收购和兼并的相关信息 • 为保护公众投资者利益，SEC 可以在上市公司的破产流程中进行参与 • 交易所会取消不满足上市要求企业的挂牌资格

SEC 对于证券首次公开发行（IPO）的审核是最严格的，尽管大部分的成交量是在 IPO 之后的上市期内发生的。二级市场中股票的日常买卖和推介以美国金融监管局和自律机制的监管为主，当出现明显的违规行为或违法行为遭到举报时，SEC 会进行干预。兼并和收购代表着一种证券生命周期的结束，也可能意味着另一种证券生命周期的扩张，SEC 会对兼并和收购的过程进行审查，以确保这类交易中所涉及的内幕交易、管理层“黄金降落伞”（golden parachute）和不透明交易过程等信息能够充分披露。兼并与收购涉及投资者数十亿美元的资金，且往往很复杂，因而会增加不法行为发生的可能性，同样，SEC

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也要对《美国破产法》第 11 章所规定的重组进行评估，这需要远比许多专业人士能达到的水平更高的分析。

案例分析：斯普林戴尔出版公司

案例分析有助于说明监管机制。斯普林戴尔出版公司（Springdale）是一家私营企业，在审查了其 2009 年的资本预算后，认为还需要额外的 2.5 亿美元权益资本。经过对各种融资方案的评估，管理层得出了普通股首次公开发行是最佳融资策略的结论。这一决策引发了 5 个步骤的实施，如表 3-3 所示，最终可以使公司的股票在二级市场交易。

表 3-3 斯普林戴尔出版公司——首次公开发行过程

1. 斯普林戴尔选择一家投资银行
2. 斯普林戴尔、投行和其他顾问准备要提交给 SEC 的招股说明书
3. 开始斯普林戴尔 IPO 的推介过程
4. 斯普林戴尔的股票定价和销售
5. 公司获得其所需资本
6. 公司股票在二级市场交易

1. 第 1 步：选择一家投资银行

根据与银行已有的联系或关联企业的推荐，准发行人通常会邀请两到三家投行来研究其业务、进行股权估值，并说明各自执行 IPO 的能力。根据发行人业务情况的复杂程度、财务状况、经营记录和管理层的口碑，这个初步评估阶段会持续几周到数月不等。

在斯普林戴尔案例中，由于公司不存在估值困难，这一评估过程进行得很快。作为一家专业行业杂志的出版商，斯普林戴尔业务的技术含量与时尚内涵都较低。该公司能提供经过审计的财务报告，这一点非常重要，其销售和盈利的增长都很稳定。斯普林戴尔的信息科技和记录保存系统都是更新至最近的，潜在的承销商可随时获得经营资料。最后，该公司的管理层经验丰富且备受尊敬，省去了冗长的背景调查过程。该公司的初步信息列示于表 3-4 中，财务数据在表 3-5 中。

表 3-4 斯普林戴尔出版公司

目的	通过普通股首次公开发行募集 2.5 亿美元资金
资金用途	所得款项净额拟用于该公司的资本支出计划
业务	斯普林戴尔出版了一系列针对利基产业的专业行业杂志
财务状况摘要	财务成果摘要列于表 3-5

卡塞尔·斯通公司（Castle Stone & Company）、Branch Day 和利维兄弟（Levy Brothers）这 3 家投资银行对该公司的业务进行了为期几周的研究，做出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务预测并将这些结果与已经上市的杂志出版商进行比较。之后，每家投行分别与斯普林戴尔的所有者和管理层讨论对公司股票价格的预期，并审查了他们的股票推介计划。正如通常会出现的情况一样，3 家投行对演示介绍准备得都很充分，对于斯普林戴尔的股票也都做出了相近的估值。德鲁·佩斯拉（Drew Peslar）是 Automotive Moulding 公司的合伙人，有一次形容他的公司被纽约投资银行估值的过程时曾说："我觉得自己像是置身仙境的孩子。"斯普林戴尔的有关信息见表 3-6。

表 3-5 斯普林戴尔出版公司财务数据摘要

（单位：百万美元）

	会计年度截至 12 月 31 日		
	2006	2007	2008
利润表数据			
销售收入	1 150	1 300	1 500
毛利润	400	460	530
息税、折旧、摊销前收益（EBITDA）	100	120	150
净收益	40	53	70
资产负债表数据			
营运资本	210	240	220
总资产	990	1 080	1 160
总负债	200	250	300
股东权益	360	400	450
每股数据（1 000 万股）			
每股净收益（美元）	4.00	5.30	7.00
每股账面价值（美元）	36	40	45

注：斯普林戴尔的历史业绩良好，资产负债表的数据可靠。

表 3-6 斯普林戴尔出版公司——首次公开发行建议

	卡塞尔·斯通	Branch Day, Inc.	利维兄弟
募集资金总额（百万美元）	250	250	250
佣金与费用（%）	7.0	7.0	7.0
募集资金净额（百万美元）	233	230	233
股票数量（百万）	2.0	1.9	2.1
预期每股价格（美元）	125	133	118
市盈率（倍）	18	19	17
IPO 代表的所有权百分比（%）	17	16	17

注：Branch Day 建议的 IPO 价格是最高的。

尽管 Branch Day 对该公司股票 133 美元/股的定价比另外两家高，但管理层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终选择由卡塞尔·斯通公司作为投资银行。这家投行的优势在于其在出版业股票发行的经验，斯普林戴尔与其新财务顾问一起，着手准备股票的招股说明书。

2. 第 2 步：准备招股说明书

招股说明书是斯普林戴尔进行融资主要的信息披露文件。同大部分此类文件类似，招股说明书是非常冗长的——90～100 页，包括经过审计的财务数据。需要大量专业人员共同努力来完成招股说明书，以便确保其涵盖的信息是准确、充分的（见表 3-7）。

依照出版业股票发行的招股说明书先例，这个筹备小组花费了很长时间来撰写充分说明该公司及所发行证券的文件。其中的大部分说明性起草工作由斯普林戴尔的首席财务官、2～3 名初级银行家和来自律所的高级律师完成。财务数据则由该公司及其独立会计师提供，会计师还要检查斯普林戴尔经营方面统计数据的准确性，例如杂志种类的数目、订阅量和广告的页数。招股说明书的所有语言都要采用干巴巴的法律术语风格，这是递交给 SEC 所需的文件规范，因而筹备小组要耗费大量时间使文件内容能够促进股票销售。斯普林戴尔的首次公开发行招股说明书很具有代表性，包含了 SEC 所要求的全部内容（见表 3-8）。

如表 3-8 所示，招股说明书的主要内容都是说明性的，向投资者传递事实，投资者随之便可依据这些数据和相关信息，就行业状况、可比股票价格和

表 3-7 斯普林戴尔出版公司——首次公开发行招股说明书筹备组

来自斯普林戴尔的人员
- 各类斯普林戴尔的高管，包括金融、法律、会计和运营人员
- 斯普林戴尔的外部法律顾问
- 斯普林戴尔的独立会计师事务所

来自卡塞尔·斯通的人员
- 3～5 名具备出版公司经验的投资银行家
- 卡塞尔·斯通的外部顾问
- 1 名外部的出版业专家

表 3-8 斯普林戴尔出版公司——首次公开发行招股说明书

目录

招股说明书概要
某些风险因素
募集资金用途
募集资金总额
部分合并财务数据
管理层对财务状况和经营结果的讨论与分析
业务描述
　概述
　产品线
　研究与开发
　分销和重要客户
　营销与客户支持
　生产与供应商
　竞争
　商标
　诉讼
　人员
　财产
管理
主要股东
普通股承销情况
法律观点
合并财务报表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体经济预期等形成自己的观点。对大型企业的业务做出完整说明可能会长达数百页篇幅，而与大多数企业类似，斯普林戴尔并未就竞争原因方面提供太多的数据，因而招股说明书的作者需要站在投资者的立场判断哪些内容是重要的、哪些不是，但前提是达到 SEC 的要求。

斯普林戴尔的管理层、投资银行和律师迅速就哪些事实应告知投资者达成一致，但某些披露内容仍有争论。其中争论的焦点是：用户取消订阅的统计数字和广告商的续约率。这些内容是必要的吗？它们会导致投资者的决策过程产生明显区别吗？尽职调查显示用户取消订阅的数量变化非常大。卡塞尔·斯通公司的律师坚持这些内容应当披露，尽管管理层反对披露，但通过散布未来可能引起诉讼的阴影，律师仍然用他们这种惯用策略赢得了争论。

在草稿写写停停的过程中，投资银行继续对斯普林戴尔的业务进行调查。银行家们收集并分析了财务和运营数据，询问了斯普林戴尔的管理层，会见了律师和会计师并参观了一些经营场所。卡塞尔·斯通公司在杂志出版行业和相关业务方面积累的大量外部数据则对这次尽职调查进行了有力补充。随着尽职调查过程逐步展开，银行家从财务角度获得了对斯普林戴尔业务的深入了解，并在头脑中对该公司的优劣势形成看法。两名曾参与过出版业公司融资活动的银行家在估值过程中进行了行业对比。几周之后，卡塞尔·斯通公司得出的结论是：它对斯普林戴尔业务的第一印象非常准确。投行的承销委员会授权它继续这场交易。

大部分的法律团队参与了招股说明书的起草工作，但有两名律师专门负责法律的尽职调查工作。这项工作以审查斯普林戴尔作为一家企业的法律地位开始，接着根据公司章程和股东会议及董事会议的详细记录，判断股东会议和董事会议的召开是否符合规定，继而研究有关股票所有权和投票权的所有账簿和记录。其余的法律尽职调查包括对该公司商标、重大合同、诉讼、租赁及其他相关公司事项的审查。SEC 对许多这类事项有强制性披露的要求，律师则做出特别说明，以突出一项重要租赁和重大诉讼。

随着起草工作接近尾声，斯普林戴尔的首席财务官和投资银行重新提出从招股说明书中删除“某些风险因素”这一部分的要求。这一内容会为发行增加投机因素，降低股价并增加推介难度，在他们看来，斯普林戴尔是一家有良好记录的强大公司，过度的风险并不存在，因而，“某些风险因素”这一部分并不恰当。即使斯普林戴尔相比大多数首次发行的公司更为成熟，律师仍反对将“某些风险因素”这一部分剔除的意见，他们认为斯普林戴尔并未作为上市公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司经过检验，并且缺乏大型出版商所拥有的资源。最后，关于风险的说明保留在文件中，但律师淡化了其中的警告成分。

以我的经验，招股说明书中的"某些风险因素"部分既能掩盖真相，又能使发行人免除法律责任的后顾之忧。这部分内容充斥着泛泛之谈，却刻意忽略发行人业务的特定风险。金融和法律术语掩盖着明显的担忧。表 3-9 提供了 IPO 招股说明书中风险说明的例子，我另外将它们译成了简单易懂的语言。如表 3-9 所示，SEC 风险披露的要求仅得到名义的"披露"，证券分析师必须努力做出自己的评估。

表 3-9 首次公开发行——部分"风险因素"用语

实际 IPO 中的风险因素	作者的解释
有限的经营历史	
本公司自 2007 年 3 月开始经营，只有有限的经营历史供投资者评估公司业绩	这种标准用语意味着发行人是高度投机性的初创企业 股票只适合出售给经验丰富的风险投资公司
近期亏损	
本公司近期仍有重大亏损，并不保证公司未来能够盈利	标准法律用语 该公司从事投机性业务，在没有像样的经营历史的情况下出售股票
竞争：容易进入市场	
本公司所处行业竞争激烈，有大批比发行人资源更多的成熟竞争对手	大约 95% 的招股说明书中包括这种通用性的语言 大多数文件都不会明确说明那些能够确保发行人存活的因素，极少会提及那些能打垮发行人业务的竞争对手 例如，2006 年 6 月，主要的通讯公司威瑞森宣布它将与互联网手机运营商新贵——沃尼奇控股（Vonage Holdings）竞争一项重要的专利，沃尼奇控股的股价在两周之内下跌 6 成
快速扩张	
本公司准备快速扩张 不能保证公司能够实现该目标	宣称"无法保证什么"是很明显的事 难以置信的是，这种信息在当今的市场上竟能算作信息披露
对主要客户的依赖	
本公司收入的主要部分来自相对少数的客户	如果该公司失去了一个主要客户，它就会倒闭 投资者应如何评估这种关系的可靠程度？招股说明书在这类问题上仍保持缄默
与收购有关的风险	
本公司有意通过战略性收购来寻求增长 收购涉及一系列特殊风险，包括……	该公司在一宗大型收购上可能要"掷骰子"决定，你已经被给予恰当的警告了
对关键雇员的依赖	
本公司很大程度上依赖于一些高级管理人员的努力，包括……	该公司没有管理深度 投资者将赌注压在一或两个人身上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

实际 IPO 中的风险因素	作者的解释
对技术的依赖	
本公司也许不能成功地预见技术变革或及时开发出新技术	该公司目前在高科技上是成功的，但这种成功能维持多久不好说 该是所有者套现的时候了
对固定应付款的预计赤字	
本公司去年的盈利对固定应付款出现赤字	该公司在偿还债务上有困难 需要通过权益资本来改善资产负债表
产品线的集中程度	
本公司的收入几乎完全依靠对一种产品的销售	这种产品的市场如果发生变化，该公司就会失败
专利可能无法保护我们的技术	
我们主要依靠商业机密而不是公开申请的专利技术	管理层对他们技术的专有性不确定，或担心竞争对手可以不受惩罚地复制这些技术
政府监管	
监管环境的变化可能对本公司产生负面影响	这是常见的标准警告用语，没有给投资者提供什么具体的信息
无形资产摊销	
本公司大约 70% 的资产是收购带来的商誉	发行人在提醒你，你购买的是“稀薄的空气”（即虚无的资产）这一事实，而不是存货、厂房和设备等有形资产
股权稀释	
本次发行得以实施后，新投资者股票的有形资产净值将大幅稀释	创建公司的内部人员和风投公司 2 年前为每股支付了 3 美元，而你，公众投资者，为 4 美元/股的有形账面价值实际支付 20 美元/股 你必然要盼望盈利持续增长相当长的时间，因为 4 美元和 20 美元之间的差距可不小
反收购条款	
本公司的章程使第三方难以对本公司实施收购（即得不到管理层的允许）	尽管 IPO 是热门题材，管理层还是剥夺了股东在收购事项上的发言权 这种安排在新的 IPO 中很普遍
其他常见条款	
没有普通股的优势市场	对于新发行、未经考验的股票而言典型的标准法律术语
股票可以在未来销售	
潜在利益冲突（即管理层与投资者之间）	
股价可能产生波动	
再次融资的可能性	
不派发股息	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯普林戴尔的招股说明书中概述了 20 种风险，略低于 IPO 的平均水平。大部分 IPO 会包含 25 ~ 30 种风险，而其中的 3/4 是每一份 IPO 招股说明书中都有的标准术语。据我所知，披露风险因素的头奖非黑石集团（Blackstone Group）的交易莫属，其中涵盖了 35 页的风险描述。过多的警告掩盖了黑石集团关键的生存问题，使投资者分析起来更加困难。黑石的股价在 IPO 之后的 6 个月内下跌了 50%。

完成后的斯普林戴尔招股说明书和许多公众从未看到的表格被一并提交给 SEC 设在华盛顿的企业金融部审查。同时，文件也被转发至纳斯达克，以核准斯普林戴尔的股票在纳斯达克的电子股票交易市场上市。该交易在 SEC 总部排队等候审批，斯普林戴尔的律师被告知四周之内会收到 SEC 的答复。第一周，SEC 会指派一名企业财务的分析师来查找招股说明书中可能存在的遗漏或虚假陈述，该分析师的工作会得到各类内部专家的协助和数据库的支持。

由于斯普林戴尔团队的丰富经验和该公司稳健的经营历史，这名分析师只发现了少数需要进一步澄清的内容。在征求了同事的意见之后，这名分析师把 SEC 的意见以信件的方式转交给斯普林戴尔的律师。该信件涉及一系列披露事项，但律师仅就个别重要内容与 SEC 的分析师进行交谈。具体包括关于下列问题的进一步信息：每年用户取消订阅的比例、广告页数的年增长率和长期分销合同。SEC 还反对文件中对公司未来前景的一些夸张描述。

SEC 对斯普林戴尔申请文件所表示的异议数量，少于对首次公开发行的平均建议。经过就 SEC 的确切要求进行讨论之后，斯普林戴尔的团队根据要求重新起草了文件，并递交 SEC 做最终的核准。这份文件的封面如图 3-2 所示。

3. 第 3 步：营销过程

投资银行家深信 SEC 将为招股说明书（或上市登记表）亮绿灯，于是开始认真准备营销工作。卡塞尔·斯通公司向数百位感兴趣的客户发送了初步招股说明书副本，并打印了上千份复印件邮寄给客户。他们还向零售经纪人和机构销售人员书写了两页的大纲，勾勒出斯普林戴尔主要的吸引之处，并解释了股票的提议要价。银行家还为大型机构客户安排了在主要投资中心（纽约、波士顿、芝加哥、明尼阿波利斯、旧金山和伦敦）的一系列会面，届时管理层会在网上和通过电话向投资者展示幻灯片、回答投资者提问并提供信息（这一过程即“路演”）。斯普林戴尔的管理层还将在路演前后与那些兴趣浓厚且财力充足的机构进行一对一的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初步招股说明书内的信息有待完善及修改。有关本次发行证券的注册申明已经递交美国证券交易委员会备案。最终的招股说明书补充说明及招股说明书发布之前，这些股票不予以出售或接受任何出售要约。如某些州的立法规定"未经登记或核准之前，提供要约、招揽或出售股票都是违法的"，则招股说明书的补充说明中不得含有向任意这些州的销售要约或招揽声明，也不构成在任意这些州销售证券的行为。

初步招股说明书发布时间：2009 年 4 月 10 日

发行 1 900 000 股

斯普林戴尔出版公司普通股

此说明书所提供的全部股股票均由斯普林戴尔出版公司（简称"公司"）发行和出售。在此次发行之前，普通股从未公开上市。如需了解在确定首次公开发行价格时各考虑因素的相关信息，请参阅"承销"部分。普通股已经获准在纳斯达克全国市场挂牌，股票代码为"SDPC"。预期每股发行价格为130 ~ 140美元。

有意购买本次发行普通股的投资者，请参阅自本募集说明书第10页开始的"风险因素"部分，以了解有关应予考虑的风险因素的讨论。

这些证券尚未获得证券交易委员会或其他各州证券委员会的批准或否决意见。证券交易委员会或其他各州证券委员会也尚未对本招股说明书所披露信息的准确性与充分性做出判定。任何与此相悖的陈述均属犯罪行为。

	上市价格	承销折扣与佣金（1）	公司募得资金（2）
每股			
合计（3）			

（1）公司已同意为美国承销商和经理人承担一定的债务，包括修正后的1933年《证券法》中规定的债务。详见"承销"部分。

（2）尚未扣除的其他各项费用预估为1 300 000美元，该费用全部由公司承担。

（3）公司给予美国承销商和经理人为期30天的选择权，在出现超额认购的情况下，可以按上述相同条件额外购买不超过250 000股的普通股。详见"承销"部分。如果股份全部被认购，总的上市价格、承销折扣和佣金以及公司募集资金将分别是：______美元、______美元、______美元。详见"承销"部分。

普通股股份由以下列示的数家美国承销商和经理人负责发售，倘若他们收到要约并予以接受，且满足一定条件时，有权先售。普通股凭证预计在2009年4月____日前后可以在卡塞尔·斯通公司领取，卡塞尔·斯通公司位于纽约华尔街700号，邮政编码是：纽约10001。

卡塞尔·斯通公司

图 3-2 斯普林戴尔出版公司招股说明书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯普林戴尔为提高营销效果所做努力的关键在于，激发卡塞尔·斯通公司的销售热情。该公司的管理层两次拜访卡塞尔·斯通公司的纽约办公室来激励他们的销售团队，卡塞尔·斯通公司的销售经理也向销售人员强调两个重要因素：IPO 佣金是普通佣金的 20 倍，而且内部分配额非常大！随着路演的进行，销售人员热情高涨，积极地推介斯普林戴尔出版公司的股票。

在推介会中，分析师和投资者关心的是该公司的成长前景。很少有人要求必须查看公司的资产负债表，否则就拒绝为股票支付 3.5 倍市净率的价格。许多投资者对于公司的预测有诸多疑问（在广泛发布的招股说明书中无法找到相关数据）。斯普林戴尔的经理人对于“你们今年能够赚到每股 8.5 美元的盈利吗”之类的问题，则含糊地回答“也许会”或“很有可能”。关起门来，银行家和管理层可以对机构投资者的问题点点头或使个眼色暗示他们答案，但真正实质性的信息则必须公之于众。

幸运的是，股票市场在路演期间稳步攀升，投资者都乐于买入。该公司有个好故事可以讲，而初步的定价商谈又与类似的出版公司股价相一致。其结果就是，卡塞尔·斯通公司在两周的推介期间，收到了大量购买斯普林戴尔的订单。路演期末，卡塞尔·斯通公司的簿记账本（order book）已经满了（见表 3-10）。

表 3-10 斯普林戴尔出版公司
首次公开发行 200 万股——投资银行簿记账本

买入订单数量	每股买入最高价格（美元）
1 800 000	135
2 500 000	133
4 000 000	130
5 000 000	128
6 000 000	125
5 500 000	123
7 000 000	120

如同所有的卖家，发行价格越低，卡塞尔·斯通公司收到的订单数量就越多。交易委托账本中，价格为 135 美元/股的数量有 180 万股，而 120 美元/股的数量有 700 万股。

4. 第 4 步：股票定价

随着 SEC 和纳斯达克对上市登记表的批准，卡塞尔·斯通公司着手进行承销和出售斯普林戴尔的股票。承销团经理研究了簿记账本之后，表示倾向于采用 128 美元作为发行价格。尽管斯普林戴尔只出售 200 万股，但在这一报价水平上，买入需求是 500 万股。这一较小发行量看来在 133 美元每股的价格即可全部卖出。但如同大多数投资银行那样，卡塞尔·斯通公司偏向于以较低价格出售，可形成股票的大幅超额认购。尽管这种行为有损发行人的利益，但它从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几个方面保护了投资银行。首先，卡塞尔·斯通公司的许多客户会感觉到这次股票发行非常抢手，由于预感他们最终只能分配到原先所要求的一半甚至更少的股票，客户会提高他们的订单数量。如果斯普林戴尔恰好满足了所有的订单，成千上万的股票会流入市场，承销商出于道义上的责任，则不得不购买超额供给的股票以支持股价。由于要与客户博弈，承销团经理无法确定股票数量的真实需求，运用IPO的经验法则，交易委托账本的订单量应该是实际发行量的2~2.5倍。200万股的2.5倍即500万股。

其次，投资银行在设置IPO定价上有充分的灵活度，几乎可以确保第一批投资者可以获得短期的资本利得。因而，卡塞尔·斯通公司有将股票定价略低于市场价格的动机。通过精心地分配股份，卡塞尔·斯通公司会奖励那些提供大量佣金收入的机构客户。比如，卢比肯技术公司（Rubicon Technology）在2007年的IPO时，定价14美元。首日交易之后，股价升至17.5美元。那些在第一天交易之前就买入股票的投资者获得了25%的收益。

卡塞尔·斯通公司承销团经理和投资银行家向斯普林戴尔透露他们的建议发行定价是128美元的同时，聘请了一组证券公司来参与承销。这5~10家证券公司作为联合承销商，被分配给少量的斯普林戴尔股票以销售（以及少量的承销手续费），相应地，它们需要承担股票定价之后下跌的风险。承销团为期一个月，它需要购买市场中那些低于IPO定价的股票，承担为斯普林戴尔维持股价的道德义务。记录显示，有些机构购买斯普林戴尔的股票，只是为了再将它们转卖给承销团。鉴于卡塞尔·斯通公司有500万股的订单量，而实际可售股票只有200万股，斯普林戴尔股票价格崩溃的可能性微乎其微。即便如此，承销团为了控制自身的损失，通常只会在几天内支持股价。

听取了投资银行家所说的“价格能上涨的股票就是好股票，因为人人都能赚到钱”，斯普林戴尔同意了128美元的发行定价。扣除了经纪佣金、承销手续费和其他费用之后，每股净价是119美元。含有定价的招股说明书最终版本当天通过邮件递交给SEC。由于没什么新增信息需要评估，也没有权力评定股票定价的公正性，SEC分析师例行公事地批准交易，斯普林戴尔第2天公开发售股票。随着投资者把他们的资金交给卡塞尔·斯通公司，并由它转交给斯普林戴尔，首次公开发行过程就结束了，开始二级市场交易。图3-3展示了斯普林戴尔首次公开发行的销售过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

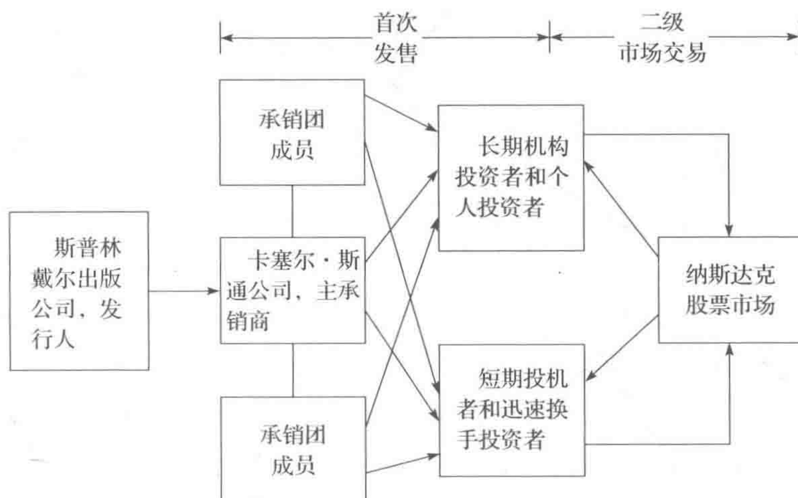


图 3-3 斯普林戴尔首次公开发行的销售

5. 第 5 步：二级市场中的斯普林戴尔股票

由于市场对股票的超额需求，斯普林戴尔的股价攀升至每股 142 美元，对于那些从卡塞尔·斯通公司和其他承销商那儿获得股票份额的幸运的机构投资者而言，这意味着他们在两天之中获得 11% 的收益。尽管许多机构投资者告知承销商的销售人员，他们打算将股票作为长期投资，却无法抵抗快速获利的诱惑，将股票以较高价格转卖给其他人。交易的最初两天，斯普林戴尔股票的换手量达到 100 万股，大量的交易佣金进入卡塞尔·斯通公司的账户。几周之后，斯普林戴尔股票的交易量稳定至每天 2 万股。一些卖方分析师发现该公司具备有意思的增长题材并决定写研究报告。同时，各种通讯、股票信息服务和商业期刊分别把斯普林戴尔纳入他们的数据库，SEC 和纳斯达克也为公司建立了报告时间表。3 个月后，斯普林戴尔把第 1 个季度的财务报告递交给 SEC 总部。股票发行逐步成熟。

随着股票在二级市场逐步成熟，SEC 和纳斯达克开始监控股票的交易节奏和公司的持续发展状况。作为新近完成 IPO 的股票，它仍然容易受到专业投资者或交易者的影响，因为他们持有长期或短期头寸，这些人热衷于散布传言来吹捧股票。监管机构主要通过电脑观察交易模式。他们试图谨防那些“哄抬股价”（paint the tape）的精明交易者，这些人在彼此之间买卖股票以营造出人为的交易，以此诱使趋势投资者上钩。监管人员还寻找企业发布消息之前的交易量上升，以此作为内幕交易的佐证。他们还会审查大型买家的买入，以确保他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们累计持有的仓位没有违反信息披露指引的规定。

小结

SEC、美国金融监管局、集体诉讼的法律事务所和州总检察长共同管理发行人、证券市场和投资者之间的关系。维持市场公平性至关重要的一点就是：确保潜在买家在购买某股票时获得了准确和充分的信息，以便做出知情决策。作为美国政府机构之一的美国证券交易委员会，在确保信息的适当披露上负有首要责任，而美国拥有全球最成功的信息披露程序。SEC 还要促进不同股票交易所和大量证券公司之间股票推介和买卖行为的诚实有序。相较广阔的市场，SEC 的规模很小，它将主要的监管功能委托给自律机制来实施，发行人、交易所和证券公司在自律机制之下，力图防止他们自身和其他人参与违法或不道德的交易行为。集体诉讼律师事务所和州总检察长也向市场的主要参与者施压，要求他们采取负责任的行为。尽管美国的违规行为发生率低于其他市场，这一自律机制仍然表现出许多不足之处，政府正在寻找替代方案。因而，证券分析师在调查研究中需要加倍努力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

信息的其他来源

本章介绍那些为从业人员进行分析提供原始资料的信息来源。详细说明了这些来源的优势和劣势。

美国证券交易委员会（SEC）要求上市公司提供充分准确的信息披露，但SEC的报告并非仅有的信息来源。对企业信息的充分解读依赖于同时对许多不同的事实和观念进行分析。有意思的是，原始资料的来源出奇的少。这些原始资料的来源由两方面构成：一方面，是发行人、同行业企业和相关公司发布的正式报告和新闻稿，以及偶尔召开的投资者与管理层讨论的公司会议；另一方面，是由行业协会、行业期刊、咨询公司、州和联邦政府以及银行和证券公司提供的整体商业状况报告。所有这些数据都会经由多个组织和个人的处理，这些组织和个人声称是发行人行业的记录者和分析师，其中一些对于提出投资建议很感兴趣。

由于有这么多专家在分析相同的数据，证券分析师亲自调查的必要性就显而易见了。第3章提到的斯普林戴尔的案例中，对出版商代表、杂志分销商、印刷厂和零售商进行实地考察就成为证券分析工作必不可少的一部分。除了这些实地考察工作之外，分析师还会向独立专家进行咨询，这些专家可能由分析师自己聘请，或通过面向投资界的专家咨询服务获得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业媒体

美国是媒体导向型的社会，而网络、电视、报纸、杂志、电影、电台和其他形式的媒体，对商业有相当大的影响。这种影响自然会波及整体股价水平和个别公司股票价值。与正式的公司报告和新闻稿不同，通过媒体公布的资料不受 SEC 或股票交易所的监管，因而公众面对的是媒体觉得适宜传播的任何消息、观点或舆论导向。大部分主导股票市场的机构投资者，寻求以理性方式做出投资决策，但制定这些策略的高管同样是人：与任何人一样，他们也会浏览互联网、读报、看电视。他们脑中也会对媒体关于每天所发生事件的解读进行回应，并把这些数据带入用以判断某一资产组合动向的庞杂信息中。

对于仍然代表了市场交易重要来源的大众投资者而言，金融媒体所起的作用则更加明显。只有一小部分个人投资者会阅读 SEC 发布的招股说明书，因为这些文件的书写风格令普通人望而却步。大多数的个人投资者也不喜欢运用公司、行业或宏观经济的原始资料，尽管这些信息在网上非常便于获取。由于缺乏途径或者不愿意费事，向标准普尔、穆迪或价值线公司（Value Line）等独立金融服务机构进行咨询的个人投资者就更少了；而出于费用考虑，其中大部分人也不会在线上购买详细的研究报告。在某些情况下，股票经纪人会向个人客户提供内部的研究报告，但这属于例外而非常规。即使是股票经纪人（以及很多机构销售人员）也严重依赖于网上和商业媒体提供的公司新闻和可望获利的投资建议。网上随处可见那些能够提供上市公司历史信息、提供卖方分析师盈利预测和计算公司具体财务比率的个人理财网站。此外，还有提供关于具体公司的投资观点和消息的投资博客和聊天室。整体而言，个人投资者的主要数据来源是免费网站。

只有屈指可数的媒体能够提供有助于严谨证券分析的、有深度的公司信息。例如，电视和电台，只将它们日常金融报道的内容局限在整体商业状况和当天股市涨跌上。几个有线电视频道专注于企业和个人投资，他们偶尔也会关注个别公司，但在电视传统的制约下，这样的报道非常简单，以至于所做分析的价值很低。

真正发行量较大的商业杂志很少。《财富》《商业周刊》《福布斯》和《巴伦周刊》名列前茅。上述杂志中的后两者有很大篇幅用于分析个别公司和市场趋势，而《财富》《商业周刊》及其他的商业杂志则关注整个行业状况，通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括对公司和行业的整体评论。商业杂志中有关公司具体新闻的文章通常都很简短，1~3页的文字，而且大部分都抽去了制定决策所依据的技术性信息。这些文章为忙碌的商业管理者提供了有趣的信息或扭曲的事实，以此吸引这些管理者对公司做进一步的研究。

《华尔街日报》在日常的商业新闻中独占鳌头，它在从业者中有众多“粉丝”。许多商业人员依赖《华尔街日报》对有关行业状况的报道和它对发生事件的可靠解读。综合性的日报中，只有《纽约时报》开辟了商业专栏。大多数日报认为尽管许多美国人的经济福祉与证券市场息息相关，但商业和金融过于枯燥且复杂，不适合出现在综合性日报中。结果，许多报纸的商业专栏充斥着道琼斯行情（Dow Jones tape）、美联社专线（AP wires）和公司新闻稿等毫无意义的内容，几乎不需要任何成本。典型的地方性报纸商业报道包括公司管理层推广、公司盈利报告、股票市场表现数据和股票报价。

专用于商业报道的资源匮乏，意味着上市公司、公关公司和股票推介人发布的新闻能够畅行无阻。对这些材料的严格审查需要媒体付出大量的时间、财力和对调查人员的培训。然而，传媒界对商业报道缺乏重视导致对这方面的资金投入很少，而且大多数商业记者还缺乏丰富的经济或金融背景。即便是美国商业报道领域领头人的《华尔街日报》，拥有商业或经济学学历的记者也不足1/3。最佳商业杂志之一《福布斯》的状况也类似。商业记者面临着在短时间内写出抢眼报道的压力，他们往往成为围绕着证券市场的众多宣传机构的目标，各种相关方花费成千上万美元，试图使他们利益相关的股票得到合法宣传。

一则“美国全国广播公司财经频道”（CNBC）的报道或一篇《华尔街日报》的文章除了有公众的认可度之外，它的优点还在于这些内容是未经过SEC审查的。此外，公司的高管和他们的公关专家对媒体的讲话是不受法律责任约束的。为了获得访问权限，商业记者，尤其是那些电视记者，通常对管理层提出些容易回答的问题，而且通常允许他们不受限制地进行促销推广。即使一名出色的记者在报道中也难免出现夸大其词、遗漏事实和虚假陈述。分析师必须将这种报道与他们自己对事实的评估对照起来考虑。

免费的互联网

如果一篇新闻稿或电视节目引起了投资者对某只特定股票的兴趣，他们接下来就会到互联网上寻找信息。很多投资网站或个人理财网站都免费提供有关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上千只股票的基本情况和财务数据，并附有不同程度的编辑评论。这些网站大多提供的是发行人股票价格和交易量的历史统计数据，一部分会提供发行人及其行业的财务比率和估值比率。还有少数提供对发行人销售收入和盈利的华尔街预测摘要。

对于自己具有分析意识的投资者，可以免费在互联网上即时访问由发行人自身运营的网站和 SEC 的网站，以获取发行人的大量信息。这些内容大部分是事实的陈述，而没有太多的诠释。还有那些讨论个股的博客和聊天室，其中的内容既有荒唐可笑的谣言，也有经验老到的评论。许多网站含有一些关于某个发行人、其策略和管理结构的分析以及坦率的观点。

有偿服务的互联网

如果投资者想对某一股票进行进一步的研究，有大量的网站提供高级的宏观经济、资本市场、行业和个别公司数据信息，这些信息对于行业估值至关重要。这些信息的质量和价格都存在很大差别。投资人可以向其他投资者询问他们所推荐的供应商，也可以在公共图书馆（通过互联网连接），或他们的资料室获得这些信息。

除了提供付费信息的网站，许多证券研究公司也在网上提供他们的产品。大多数情况下，这些供应商是“第二梯队”的公司（second-tier firm），因为像高盛和美国银行等大型的卖方机构仅向其机构客户提供研究报告。

证券研究公司提供关于股票未来价格或市场下一步动向的建议。他们所做股票评估的质量参差不齐，既可以像最好的证券分析师报告那样透彻，也可以像一个经纪人的内幕消息那样简单，大多数公司的报告质量介乎两者之间。这些报告所提供的建议到底有多好？已有的研究表明：随机挑选股票的结果优于依据研究公司的建议选择股票。许多公司否认这种说法，但他们能提供的有力反证却少之又少。由于大多数证券研究公司的记录喜忧参半，他们也无法就这种服务索取太多费用。结果导致许多研究公司负担不起对股票投资价值进行细致研究所需的工时。比如，提供公司指南/咨询简报的价值线公司（Value Line），是该领域最受推崇的机构之一，但由于成本原因，它不允许分析师通过实地考察来研究公司和管理层。但如果不偶尔地走出办公室到实地考察，这种研究报告又能多有见地呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业协会、咨询公司、政府出版物和金融组织

在选择股票的过程中，分析师除了自己的专业金融分析之外，还要更广泛地评估行业、社会、政治和经济因素对特定公司命运的影响。例如，某服装设计公司在淡季增加女性服装销售的能力，说明其设计代表未来时尚的趋势。社会和政治对戒烟的推动会影响烟草公司的盈利前景。利率的预期下降则会增加房屋建筑商的收入。行业协会、咨询公司、政府和金融组织的出版物和网站能为宏观因素的分析提供便利。这些数据可通过互联网、订购、图书馆和数据服务商获得。

信用评级机构

除了出版公司手册和股票指南之外，标准普尔公司和穆迪公司以及其他信用评级机构还根据发行人的偿债能力，将公司发行的债券归入不同的等级。最值得关注的等级是两大类：投资级债券和垃圾债（即低于投资级的）。这种评级对债券营销过程很有帮助，因而发行人为了获得债券评级会向这些机构支付费用。大多数信用评级向社会公开，但他们只有在金融行业报刊或评级机构出版物中才会引起人们的注意。

像大多数投资分析师一样，评级机构也是企业的“外部人士”。他们严重依赖于管理层提供给他们的信息，很少或不会试图核实这些原始数据（包括经过审计的数据）。标准普尔公司的发言人之一，格伦·戈德堡（Glen Goldberg）提醒投资者说：“评级机构不是发行人操守的审计师、监管机构或警察。”评级机构会定期更新已有的评级。

债券评级分析师是证券分析行业的正式成员，他们的工作与从事选股的证券分析师类似。虽然有些公司也想对证券进行评级，但这种行为尚未获得投资者的认可。股票的评级中没有如标准普尔或穆迪为债券评级所定的“金科玉律”，这两家公司占了整个债券评级市场 90% 的份额，二者都正在股票研究领域拓展业务。

证券公司研究报告

专业分析师会阅读他人，尤其是卖方分析师出具的报告。实际上，没有几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个分析师在撰写自己的报告之前不参考其他分析师对某公司或行业的看法。尽管经纪公司力图仅向他们的付费客户提供分析师的报告，但这样的报告还是不可避免地在整个金融界传播。无论买方还是卖方分析师，能够了解到其他人对某个投资机会的看法都是很重要的。阅读竞争对手的报告对于研究大盘股的分析师尤为重要。20 个或更多的卖方分析师依据或多或少相同的原始信息形成各自的观点，为大盘股提供了充分的背景资料以供研究。至于对小盘股的研究，由于进行得既不深入也不频繁，因而一致性观点对股价的影响较低，相应地，对股票的全新分析对于相反意见所起的作用也不大。

正如前文所述，经纪公司的研究报告是一种良好的信息来源。这些报告中包含基本信息并提供财务预测，且对买卖某只股票给出了有说服力的理由。这些报告中体现的行业知识通常令人折服，在很多情况下，作者展现出对业务潜在隐患的敏锐理解。然而，严谨的投资者在阅读这些报告时，必须认识到卖方分析师的某些倾向：①为雇主带来佣金收入；②为保护雇主的投资银行业务而不做出“卖出”建议；③提供无法将投资结果与之明确联系起来的模糊建议，以保全自己；④避免提出与其他人一致意见相反的建议。至少可以说，这类建议不是完全公正无私的，但其中的财务分析是很有见地并基本客观的。

无论怎样，很多卖方研究报告通常今天刚做出而明天就被人遗忘。部分留作永久记录的意见通常被保留起来，以至于无法用来判断分析师选股的成功概率。因此，卖方研究报告作为一种投资建议的来源，是有明显缺陷的。而他们作为他人分析方法和对市场看法的来源，则有助于投资者进行自己的调查。

通讯社

日常商业新闻许多源自通讯社。《华尔街日报》和《巴伦周刊》的出版商道琼斯公司是通讯社行业的领导者。其他主要的服务商是彭博社和路透社。最初，股票新闻通过铿锵作响的机器中穿过的细纸卷而传播（“行情纸带”（ticker tape）因而得名），而现在通过上百万个电脑终端，这些新闻可以在互联网上传播。几乎每个经纪公司、机构投资者和大量的个人投资者都可以订购这种服务，如果参观今天的经纪公司，会看到其中到处是闪烁着最新消息的计算机屏幕。除了金融从业人员之外，与这一行业相关的每一个重要的传媒公司、公关公司、政府部门和行业组织都可以订购这种服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些通讯社提供的大部分信息是公司发布的有关盈利、融资或类似动向的常规新闻，但它们也提供范围更广的影响市场总体趋势的新闻报道。这些新闻都采用明快、简洁的写作风格，便于用户迅速获得大量的最新消息。总体而言，编辑人员以一种“不说废话”的方式发布新闻，很少附加个人观点，尽管他们也常引用某些市场参与者的意见。

除了提供与行业相关的各类新闻，通讯社也是证券市场实时信息的关键来源，包括提供一系列国内外股票、债券、货币和大宗商品市场的价格及成交量数据等大量内容。这些信息的发布速度和准确度是非凡的，因而这种服务成为投机者必不可少的工具之一。对于必须从长远角度出发的证券分析师而言，由于对有价证券的悉心寻找需要的是广泛的调查而不是详尽的历史记录，因而这种信息的价值就不那么大了。

独立专家服务

对某个公司及其行业进行研究时，从业人员往往喜欢与具有该行业经验或能偶尔向其求教的个人建立起联系。为了完善这种非正式的安排，许多公司为投资基金和希望获取行业知识的机构提供广泛的专家网络，它们可以通过公司聘请具有特定知识的个人一两个小时，以便快速获取对股票研究必不可少的相关专业知识。

这些公司按照国别、行业、企业和专业对专家们进行分类，并允许他们的客户通过网络确定专家、审查资质并安排咨询时间。这种服务为证券分析师提供了另一种信息资源，使他们更好地了解所评估的公司。私募股权投资公司、贷款机构和公司收购方都是这种独立专家服务的活跃用户。

小结

证券分析成功的关键在于信息，信息是资本市场的命脉。正确地收集和分析数据信息的能力在投资行业中非常重要。从业人员决定对特定公司进行评估之后，他进行分析的基础是发行人提交 SEC 的资料中所包含的信息。根据类似公司分别向 SEC 提交的文件，对他们的经营业绩进行比较分析则起到辅助作用。有这些努力作为基础，证券分析师还要参考其他补充性信息来源。这些信息来源有的提供原始数据，有的提供新闻、解读、观点或事实汇总。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息来源

- SEC 的申报文件。
- 公司发起人信息和经营状况。
- 行业内的联系人。
- 互联网。
- 商业媒体，如杂志、报纸和电视。
- 公司手册、股票指南和资讯快报。
- 行业协会、咨询公司、政府出版物和金融机构。
- 信用评级公司。
- 证券公司研究报告。
- 通讯社。
- 独立专家服务。

由于手头的信息多种多样，分析师需要仔细挑选，以免被淹没于大量数据中。把精力集中在正确的信息上是新手分析师需要掌握的重要技能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

证券分析及撰写研究报告

第5章 为什么进行证券分析
第6章 行业分析
第7章 具体公司分析
第8章 公司财务报表分析
第9章 会计数据的局限性
第10章 财务分析和公司分类
第11章 财务预测指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

为什么进行证券分析

第5章描述了企业估值的框架模板。分析师会准备一份书面报告，按部就班地以自上而下的方式检查股票发行人的方方面面。本方法也可为其他领域所用，例如私募股权基金、企业评估和公司战略发展。

通过前几章的介绍，我们了解了对证券的定价是一个理性的过程。大部分价格反映了成百个甚至上千个理性专业人士的判断，他们拥有关于经济预测、资本市场、行业表现、公司具体经营业务和可比公司估值等丰富信息。这一理性过程常常受到心理因素和过度投机的干扰，对个股和总体估值都会产生影响。部分市场参与者有意识的行为也对这种现象产生了推波助澜的效果。他们通过使实际证券分析过程与学术上的有效市场理论价格偏离而获利。他们试图以市场传言、虚假陈述和价格操纵来取代严谨的估值，使市场对股票价值的错误认知可以变成现实。几家监管机构包括州检察长努力为这种市场互动关系带来公平与秩序。

有了这些对真实世界的了解，第5章介绍证券分析的结构框架，并着重强调在这一领域取得成功必须遵守的准则。这些主题之后，本章描绘了分析师们广泛采用的自上而下分析法。按照这种方法，评估某公司的投资价值首先从研究公司运营所在国家的主要经济环境开始。如果相关的经济前景很有吸引力，分析师再继续考察公司股票交易的资本市场前景和公司所在行业的展望。最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是公司的财务状况和盈利能力。例如，我们可以对卡夫食品公司（Kraft Foods）股票采用自上而下分析法，如图 5-1 所示。

宏观经济前景 ↓	卡夫食品公司的盈利大部分来自美国，于是分析师需要了解美国未来经济的健康状况
资本市场 ↓	美国股市能否长期保持上升走势？即使卡夫食品公司运营状况极佳，它的股价仍然严重依赖于总体市场状况
包装食品行业 ↓	美国包装食品业的供求趋势影响着卡夫食品公司的运营。是否会有更多的竞争者加入这一行业？是否会有更多的人愿意在餐馆吃，而不是在家里做饭？
卡夫食品公司 • 业务分析 • 财务分析	对卡夫食品公司的经营管理和财务状况进行彻底的考查是合理预测盈利和判断价值的前提

图 5-1 对卡夫食品公司应用自上而下分析法

根据自上而下分析得出的结论，从业者会判断出卡夫食品公司股票从中期到长期可能的价值。

证券分析的流程

证券分析师今天仍沿用着久经考验的方法，过去 20 年来少有变化。估值过程必须遵循严格的程序，不允许有简化步骤而导致错误结论的现象发生。最终成果，也被称为研究报告、商业估值报告、投资备忘录，其形式一定要方便读者。这就意味着，撰写得体的文件便于分析师（作者）理解，其他投资专业人士也容易理解。买方报告主要供内部使用，要提供给分析师的同事（投资组合经理、私募股权基金经理、公司的业务发展经理等），它们必须简练易读。卖方报告由经纪公司分析师撰写，更强调清晰的表达，因为这些报告比买方报告传播范围要广得多。

因此，从业人士面临着双重挑战：第一，他必须以严谨自律的方式调查特定的投资环境，范围要包括所有的知识基础，这是得出使自己和他人信服的投资决策的唯一途径；第二，报告的语气和风格必须能够吸引同业人员，否则，没人愿意倾听他的观点。成功的分析师往往有很强的说服力。这使他能在吸引读者的同时传达自己的观点。此外，由于研究报告的读者大部分缺少专业知识，细心的分析师还会对有关经营行业的术语进行解释和简化，将复杂的投资主题压缩为关键的决策要点。这样就能和他的读者有效地交流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开交易股票的研究报告范本的开头部分，简短描述发行普通股的公司，在结尾处概括出投资建议。第一段介绍公司的产品线、经营范围、年度销售额与利润；第二段可能会把公司归入所处的行业生命周期阶段（例如，“成长型公司”或“现金牛公司”（cash cow）），概括它3～5年的销售额和净利润的历史，同时预测未来前景；第三段概述公司业务、行业和国家经济状况的最新重大发展（例如新产品或收购，进口带来的竞争，占20%销售额的墨西哥市场经济衰退）。最后，以分析师的投资建议结束。例如，因为盈利将会下降，所以**卖出**股票。引言部分的目的是吸引读者继续阅读报告的主体部分。

公开交易股票的研究报告范本的主要内容见表5-1。商业估值、私募股权基金、公司并购的范本与此类似。

表5-1 研究报告范本

章节	主题
1.	引言
2.	宏观经济形势评价
3.	相关股市前景
4.	公司及其业务评价
	行业与竞争
	现有业务
	前景预测
	财务状况概述
5.	财务分析
	历史数据评价
	当前盈利能力估计
	会计准则
	历史财务数据调整
6.	财务预测
	主要假设
	预测数据
7.	估值方法的运用
8.	建议
	将分析师的估值与股票的市场价格做比较
	投资决策建议

研究报告范本

在引言和分析师建议之后，研究报告开始按自上而下的分析法进行分析。首先是宏观经济分析。报告中评估经济形势，预计它对未来股票价格和相关行业盈利增速的可能影响。健康的经济环境往往提高股票的价值，并有利于大多数行业发展。对于像卡夫食品这样的食品公司来说，不断增长的美国经济意味着持续攀升的销售额，因为更多的美国人会选择高附加值的方便食品。对于在美国运营的公司而言，经济分析主要关注处在经济周期中的位置和利率等关键指标。隐含的假设是经济能够长期增长。对于较不发达的国家，如墨西哥或泰国，经济分析更加必要，因为这些经济体内在具有不稳定性，使投资者面临更多风险。如果研究的结论支持股票投资，就进入下一步对资本市场的分析。

如前所述，市场波动会极大地影响个别股票的股价。即使股票的每股盈利增长迅速，它的股价也可能随整个市场的不景气而下跌。同样地，在牛市中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使是盈利前景很差的公司，股票价格也会上涨。因而一份详尽的研究报告会阐述这些重要问题：市场整体会上升还是下跌？这将如何影响公司股价？准确地预测市场短期和中期走势十分困难。很少有人能够证明自己擅长市场择时。无论如何，全面的研究报告会包含对于市场走向的看法。在熊市中买一只好股票，其绝对收益也不会太大，股票的价格会不可避免地被其他股票连带下跌。

但是大多数机构投资经理是参照相关指数来做相对衡量的，因此如果互联网指数下跌 20%，而投资经理的互联网股票组合只下跌了 15%，那么投资经理还是战胜了市场，虽然基金投资者亏了钱。能够通过选择个股产生相对收益的分析师在华尔街被视为有价值的财产。

分析师的职责

很少有投资公司会期望分析师一个人能同时充当经济预测家、市场择时专家、行业专家和分析师。对于为私募股权基金、公司并购交易提供估值建议的专业人士也是一样的。这是不可能的任务。相反，一份标准的研究报告的章节由 3 个独立的专家完成：经济学家、市场策略师和证券分析师（见表 5-2）。

表 5-2 自上而下分析法下的职责划分

经济前景	经济学家帮助分析师提出宏观经济预测
资本市场	市场策略师提出对市场可能走势的看法
行业展望	证券分析师负责研究行业、评估公司，并把经济前景考虑在内
公司估值	分析师至关重要的工作就是做出可信的公司盈利预测

由一名全职内部经济学家或由外部咨询公司来负责研究报告的宏观经济部分。某些关键指标，如未来国民生产总值（GNP）增长率、利率和汇率等在分析师的研究范围之外。因而，如果经济专家预测利率将急剧上升，分析师就很难做出购买住宅类房地产股票的建议，因为房地产在高利率时期盈利会降低。

投资公司的市场策略师负责确定市场的走向。他的观点被揉进投资组合配置的决策中。如果经纪公司认为股票市场处于上升阶段，它会建议对普通股较大的投资比重，例如 65% 的股票、25% 的债券以及剩余 10% 的现金。如果公司预测未来是熊市，它将建议股票占较小的比例，例如 35% 的股票、50% 的债券和 15% 的现金。出于谨慎和避险的原因，几乎没有策略师会建议持有 100% 的股票（或 100% 的债券），这种策略成功的概率太低，不足以全力以赴。

如果分析师不负责经济分析和资本市场预测的话，那还剩下什么工作呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使在做完了自上而下评估的这两个步骤之后，分析师还有大量的工作。首先，分析师必须提供公司所在行业的前景预测，报告不仅要对影响行业产品需求的因素做出解释，还要使读者时刻了解行业的最新重大进展。例如：引进了什么样的新型生产线？价格/成本结构是否发生了变化？哪些竞争者超过对手，取得了盈利？对公司所处行业的透彻了解是进行具体公司分析的先决条件。这也是职业分析师的工作领域局限于一两个行业的原因。大多数报告里，行业分析穿插在“发行人描述”（见图 5-2）章节里，因为了解公司经营业务最好的办法是透过整个行业的视角。很少有公司是真正的垄断公司，因而公司的每一步举措都会引发竞争对手的反应。

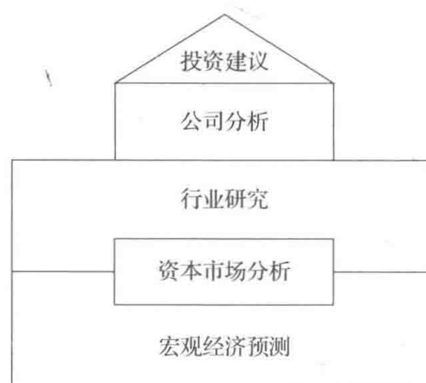


图 5-2 架构研究报告：重要的组成部分

分析师将宏观经济、资本市场预测、行业研究综合起来，便为公司分析奠定了基础。这 3 个部分是公司分析的重要组成部分，有助于了解所研究公司的经营业务及对财务状况的深入见解。其中至关重要的是，判断发行人盈利的可持续性和未来成长性。为做到这一点，分析师需要把关于公司和行业的知识综合起来，做出盈利预测。为了得出预测，公司分析这一部分需要涉及各种学科，包括经济、营销、商业战略、财务分析、估值、管理等。

层层递进的预测

任何公司盈利的预测都由许多变量决定。自上而下分析法把影响公司业绩最重要的宏观经济、资本市场、行业因素等方面的变量分离出来，接下来在这些变量和公司盈利之间建立起预测性、有意义的联系。例如：美国国民生产总值每上升 1%，水泥销售量将增加 1.5%。对于一家在水泥市场占有固定市场份额的公司，如果 GNP 增长了 3%，销售量可以预计增加 4.5%。

分析师的任务是从上百种因素中找出最具影响力的变量。最理想的方式是在这些变量之间建立诸如实证回归这样的统计性联系。一旦联系建立好了，经济预测为资本市场预测搭建了基础，资本市场预测又影响行业预测。最终，预测进行到了公司层次。表 5-3 展示了住宅建筑商的预测流程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-3 层层递进的预测——住宅建筑商

自上而下分析	以住宅建筑商为例的预测
宏观经济	GNP 将增加 3%
资本市场	利率将会下降
行业	新屋开工将会上升
住宅建筑商	住宅建筑商的市场份额将会增加，因而销售额增长 15%，而不是行业平均水平 10%；稳定的毛利率意味着净利润也将增加 15%

实际预测过程相当困难。任何对经济与行业指标的预测都具有内生的不确定性。每一层预测都有一定的误差范围。当你从最顶层（经济）推导到最底层（公司）时，误差就被层层放大了。当预测期限超过 6 个月时，这种现象就更为明显。分析师预测的精确度随预测时间的增长而急剧下降。

当我们考虑影响普通上市公司的仅仅几个变量时，这种非精密还是可以接受的。考虑某个软饮料生产商，例如可口可乐公司。表 5-4 列出了影响它盈利的因素。

表 5-4 自上而下分析法，选择研究的因素：可口可乐

经济
- 美国 GNP 增速
- 经济周期阶段
- 可口可乐公司主要国外市场的 GNP 增速
- GNP 和软饮料消费之间的关系
- 人口统计：年轻人较老年人消费更多的软饮料
- 流行趋势：软饮料是否正在被果汁、冰茶或瓶装水代替
- 美国和外国的个人收入所得税税率
- 美元和外国货币之间的汇率：影响出口和外币转换

资本市场
- 利率：高利率影响可口可乐公司的财务成本
- 股票市场：高股价降低财务成本并刺激收购

软饮料行业
- 需求趋势：可乐的消费是否在增加
- 新产品：公司是否有新产品和新商标
- 竞争对手：竞争对手是否在扩大生产能力和进行宣传
- 政府：政府的监管或者法律责任是否影响到了软饮料行业
- 原材料：两种主要原料——糖和玉米糖浆的预期价格是多少

公司特定因素
- 过去和现在盈利能力的影响因素
- 成长的预期
- 预期毛利率
- 产品组合和新产品
- 收购：对增长的贡献有多大
- 管理层变动：新管理层能否实施计划
- 资产负债表问题：杠杆率将是多少，股票回购是否可能
- 股利政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择股票来研究：自上而下与自下而上

在第2章中我们介绍了大部分投资组合经理在选股中所采用的风格。大多数是基于自上而下的方式。潜在的投资者首先形成对经济与资本市场的总体展望，而后在此框架内选择他预期会繁荣的行业。在选出的行业中再聚焦特定的公司。正如我们之前讲的，当投资组合经理和证券分析师的业绩是以相对表现来衡量时（例如，市场下跌15%而他们的股票下跌10%，他们的业绩就是相对较好），他们就更注重以自下而上的方法来发现好的投资机会。

在自下而上分析法（bottom-up analysis）中，投资组合经理通过分析财务比率来选择股票。他们选出那些相对便宜的股票作为研究的对象。例如，一种常见的扫描筛选方法是，调查所有这样的工业制造厂商：①盈利为正；②销售增长稳定；③市场价值/账面价值比小于3.0倍（或符合其他类似的指标）。计算机的搜索可能会显示，符合标准的有来自不同行业的50家企业。投资组合经理将这些可能的投资对象分别移交给负责不同行业的分析师。著名的对冲基金经理爱德华·兰伯特，就是以应用自下而上分析法出名的投资家。

同样，负责同一行业中多只股票的分析师总在试图找出那些具有较低的市盈率（或其他定价偏低标志）的股票。这些股票可能是潜在的交易机会。市场的一致预期没有发现它们的发展潜力，而是不当地给予了惩罚。于是，这样的股票相对于同行业股票来说具有更好的投资价值。这里的风险是，整个行业的股票价格可能已经过高。总有某些个股相对那些已经膨胀起来的同类股票更有吸引力。一旦识别出了机会后，分析师就着手写出一份自上而下的报告来支持他的建议。

应用自下而上法最极端的是严格的价值投资者。虽然如今他们的人数很少了，仍丝毫不差地恪守着格雷厄姆和多德的教诲，寻找那些以内在价值标准来看便宜的股票。巴菲特称为“超级投资者”的沃尔特·施洛斯（Walter Schloss），就是数十年坚守这一策略的资产管理人。他的回报率平均每年超过标准普尔500指数6%。例如，可以将市场价格低于账面价值作为筛选指标。这种情况下的便宜股票往往在某一方面具有严重缺陷，公司从事的行业到了尽头，或公司有严重的财务问题。支持这样的投资建议需要一份详尽的自下而上报告（见表5-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-5 自上而下 vs. 自下而上

自上而下	自下而上
宏观经济	用财务比率找出具有相对价值的股票
资本市场	宏观经济
行业	行业
公司业务分析	公司业务分析
财务分析	财务分析

有限的时间和资源

从表 5-4 影响可口可乐公司的部分因素可以看出，分析师面对着大量信息可以进行分析。为避免被无数的事实和统计数字淹没，明智的从业人员只会选择那些有益于研究和预测的资料。同样，分析师有责任提供实时的研究报告，但他们不能永远只研究一种证券。大多数情况下，他们只能在不完全信息的基础上提出观点，根据判断和经验得出意见。

信息筛选的方法因行业而异。不同的行业需要不同的预测性因子。对烟草行业起影响作用的经济因素不会对化工业产生相同的影响。行业因素对个别公司的影响也是如此。石油工业的某些变革对埃克森经营业绩的影响可能会比壳牌要大。筛选信息的能力对分析师的工作大有帮助。

获取信息的过程是费时且昂贵的。在经济指标、行业变量和具体某公司业绩之间建立起数量化、公式化的关系同样是一项漫长、艰苦又耗费金钱的工作。许多时候，回归并没有多少预测性价值，时间和金钱都化为乌有。专业人员逐渐认识到这样的现实并开始接受不精确的估值。为了仍旧保持工作的正确性，分析师很大程度上依赖于“安全边际”的概念。

安全边际

安全边际原理在证券分析中占有重要的地位。格雷厄姆和多德很早就认识到经济和金融预测具有内在的不确定性。作为防御措施，他们鼓励分析师遵从这样的做法：除非研究报告证实市场价格和分析师认定的价值之间存在保护性的缓冲（见图 5-3），否则就不给出买入的建议。在今天的市场上，合理缓冲区是 15%。这样，如果你的研究报告认为约翰·迪尔公司（John Deer）的股票价格应为 200 美元，而市场价格是 160 美元，那么给出的建议应该是买入，因为估计的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值至少比市场价格高 15%（200 美元/160 美元 = 125%）。该逻辑同样适用于卖出决定和卖空建议。如果研究报告表明富国银行（Wells-Fargo）的股票价值应该是 25 美元，而股票在以 30 美元交易，你应建议卖出股票（参见图 5-3）。

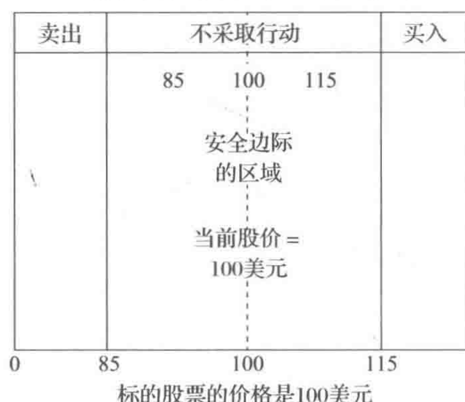


图 5-3 “安全边际”原则：假定标的股票的交易价格是 100 美元

安全边际原理适用于本书中叙述的所有估值方法：内在价值、相对价值、收购价值、杠杆收购价值和清算价值。由于这些方法都算不上精确，15% 的空间就可以合理地保证投资建议的正确性。然而，使用安全边际准则并不能确保不会损失，只是降低了损失的可能，同时增加了盈利的可能。你可以将它当作是购买了一份保单。

与安全边际原理密不可分的是合理的经济和金融预测。在不符合现实的预测基础上为你的投资建议设定保护性缓冲毫无意义。大部分分析人员都容易犯过于乐观的错误。他们很难预测出经济衰退和行业转折点。例如，几乎没有分析人员预测到互联网行业的迅速崛起冲击了报纸行业。许多分析人员被他们的研究对象所迷住，因为他们过于依赖公司管理层作为信息来源。根据某研究显示，当分析师接受自己所覆盖公司的 CEO 的好处时，这种趋势更为强化了。这种与公司的密切关系损害了分析的客观性。管理层公关部门天花乱坠的宣传会直接地影响预测。鉴于这种现象的可能性及未来的不确定性，在安全边际原理之上还有必要补充保守的预测。

小结

一份典型的股票研究报告一般按如下方式评估业务：采用自上而下考察和研究公司。自上而下分析法利用格雷厄姆和多德首先倡议的“预测链条”（chain of projection）。它的估值过程包含 5 个主要层次的分析和预测。首先进行目标公司经营所在地宏观经济形势的考察。之后的分析逐次向下：先是资本市场分析，然后是行业分析、公司分析（即微观经济分析）和财务报告分析，根据这些分析做出宏观经济、资本市场、行业、公司及财务数据的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这些预测中起决定性作用的变量大多是宏观经济，因而最关键的预测假设就来自于宏观经济分析。在最高层次假设的基础上再推导出各个因变量。

例如，服装零售商的年度销售量很大程度上取决于美国的整体经济状况，很显然，独立变量应该是最新服装流行趋势和公司广告费支出。规范的研究报告应该系统地按如下方式列出信息。

研究报告范本

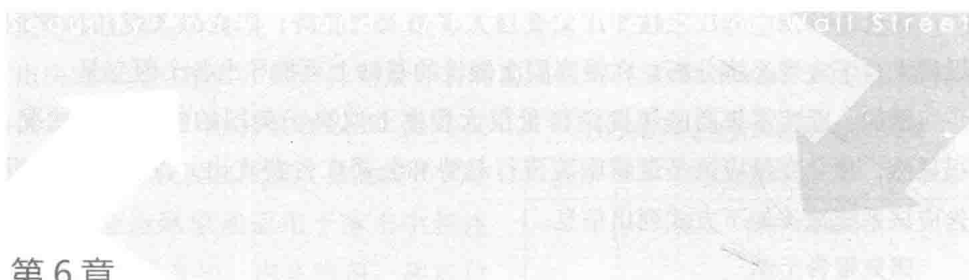
1. 引言
2. 宏观经济分析
3. 相关股市前景
4. 公司及其业务分析
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 使用估值方法
8. 投资建议

需要公司估值方法时，正式的自上而下方法也可以被其他学科借用，包括私募股权基金、商业估值、公司发展。

关于具体公司的研究报告，华尔街通常使用自上而下分析的简短形式。绝大部分证券分析师在研究报告的开端便以行业趋势作为主题。宏观经济和资本市场预测由经纪公司内部的经济学家和市场策略师完成。证券分析师再将这些观点融入他的公司报告中。研究报告的核心目的之一是为读者提供未来 2 ~ 3 年公司盈利的合理、准确的预测，并对公司经营前景有一个基本的了解。从这些短期预测中，可以再进一步推断出长期预测。

有了财务预测之后，分析师就可以准备估值了。他将估值结论与股票市场价格做一比较，而后给出投资建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章

行业分析

行业分析是研究报告的一个重要组成部分。本章将介绍行业分析的恰当框架、研究的五条主线、行业分析中常见的误区。

在做出投资建议时，分析人员一般从行业层次开始严肃地研究。如第5章中介绍的，分析人员从他人那里获得自上而下的经济和资本市场预测。这些宏观参数被应用到行业前景分析中去，成为判断行业参与者前景的基础。个别企业的命运总是和它在行业的命运息息相关，因而深入的行业研究是证券分析取得成功的先决条件，对行业状况深度了解可以大大帮助股票的估值。正由于这个原因，许多从业人员都将他们的研究控制在2~3个行业。本章将详细考察标准研究报告的第四部分——如何进行行业分析。

研究报告范本

1. 引言
2. 宏观经济分析
3. 相关股市前景
4. 公司及其业务分析 ✓
   - 行业分析 ✓
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 使用估值方法
8. 投资建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背景

不论分析人员对某一行业的未来有怎样的预期，行业中并非所有公司的前景都会与之一致。一些公司表现好于总体预期，另一些则恰好相反。例如2007年10月的药品制造行业，已具规模的化学制药公司都陷入行业普遍具有的经营问题：专利面临过期，缺乏新药物。它们的市盈率因而受到了影响。形成鲜明对照的是，新成立的生物制药公司却能享受高市盈率溢价。这表明市场对它们强大的产品开发项目很有兴趣（见表6-1）。

表6-1 2007年10月制药行业速览

已具规模的化学制药公司	市盈率
施贵宝制药	20
礼来公司	16
葛兰素	14
新的生物制药公司	
阿博利斯科学公司	26
Gephalon	31
健赞公司	32

其他行业中也存在着类似制药行业这样的双轨现象。例如，California Pizza Kitchen比其他连锁餐馆，比如达登餐厅（Darden Restaurants）能享受更高的估值水平，尽管事实上大部分竞争对手都能盈利。这种巨大差异的原因是California Pizza Kitchen和其他公司之间悬殊的成长率。

一般来说，机构投资者只关注那些前景乐观的行业。在20世纪初，即使是最好的轻便马车生产厂家也是错误的投资对象。同样，最有吸引力的卫星电话生产厂商在20世纪90年代也会变为失败的对象。分析人员所选择的行业不必有十分突出的表现，它们需要的只是合理的投资证明。

行业总体趋势

尽管分析人员对他所研究行业的知识有全面的了解，但他的研究报告只会涉及其中一小部分。他只考察那些影响某个特定公司未来业绩的行业趋势。为了帮助读者获得对行业的直观认识，需要行业间的比较。例如，分析人员将CD机进入市场的头几年同录像机（VCR）的引入期相对比。在一开始设定好行业投资主题十分重要。除非能为具体某家公司的预测做铺垫，否则到处堆砌随手可得的资料对读者几乎没什么用处。在充分准备工作的基础上，研究报告结尾处得出最后的结论。

作为分析对象的目标公司规模越大，行业分析就越复杂。现今的大型企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业大部分有多种产品线，相互之间并不具有可比性。例如，通用电气有 14 个相互独立的部门，它们生产的产品从汽轮机到家用电器，大不相同。对于这类涉及完全不同领域的公司，行业分析变为多个行业的分析。对每个不同业务领域都要进行独立的估值。详细说明参见第 18 章。

不同的观点

投资者很感兴趣的一点是（有别于市场）不同的观点，大多数研究分析师都倾向于随大流，而不愿意当出头鸟。因而他们的研究报告也令人失望地相似。大部分分析师都会在对行业和公司前景预测的市场一致预期附近游走。当从业人员得出与他人迥然不同的结论时，他会采用十分模糊的措辞来掩盖这一点。这样，当他确实预测错了时，就不至于太过引人注目。这种情况带来的让人沮丧的结果就是，大多数分析师，特别是卖方分析师，只是对公司下季度的盈利展开争论。“每股盈利将是 46 美分还是 45 美分?” 如果某位业内尊敬的分析师回答说，盈利将是 15 美分而不是 45 美分，并且指出该行业存在的重大问题，机构投资人一定会坐直身体，洗耳恭听。

分析人员极少能够预测出华尔街已经长久接受的趋势是否会发生逆转，尽管这种现象实际上常常发生。所以对现有观点的否定才是真正值得留意的信息。2007 年行业发生过一次重大转折。在连续多年对新建住宅提价之后，KB Home、莱纳房产（Lennar）、普尔特房屋（Pulte Homes）这 3 家美国主要的住宅建筑商，把价格下调了 10% ~20% 来应对需求缩减。一些观察家已经注意到了消费者对高房价的抵触情绪，但几乎没有分析师预测到了这个重大变化。正是这一变化导致房屋建筑商的盈利预测下调，股价也随之下滑。2007 年 11 月，零售药店行业也发生了类似的事件。当时沃尔格林（Walgreen）宣布下降的补贴和非商标药店的崛起减少了盈利。每个从业人员都相信，零售药店的盈利是无懈可击的；结果沃尔格林公告的那一天被《福布斯》杂志称为“药品冲击日”，股价在数小时内下跌了 10 美元，其他连锁药店也跟着下跌。

行业分析解构

行业分析可以采取各种各样的形式，表 6-2 列示的框架是其中一种惯例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-2 行业分析的范例

行业分类	实际与名义增速
生命周期阶段	趋势与围绕长期趋势的周期性变化
经济周期	供给分析
外部因素	行业集中度
技术	行业进入壁垒
政府	行业产能
社会	盈利能力
人口统计	供给/需求分析
国外	成本因素
需求分析	定价
最终用户	国际市场与竞争

资料来源：CFA 协会。注意行业分析是如何层层分解为几个部分的。

行业分类

行业一般按两种方式进行分类：①基于生命周期的某个阶段，②基于对经济周期的反应。

行业分类通常从定位其在生命周期中的阶段开始。这一点在华尔街十分重要，投资者们偏爱简单的投资主题，所以分析师越快地把行业归入“生命周期”表中的某一类就越好。

按行业的生命周期分类

通常情况下，行业是按照他们制造的产品或提供的服务类别来划分的。连锁门诊医院、医疗卫生组织、医师健康团属于医疗服务行业；报业公司、杂志发行商、书商归入出版行业；体育用品制造商、音乐发行商、玩具制造商则被归入娱乐板块。证券分析师们也会使用这样的归类标准，但是还是会按经济上的特性进行进一步归类。

到目前为止，最常用的分类方法还是按行业的生命周期。它反映了行业随着时间推移，其生机与活力的变化。行业的生命周期被划分为 4 个阶段：初创期、成长期、成熟期和衰退期。

顾名思义，初创期是行业生命周期中风险最大的阶段。初创期的行业正在努力为它的产品建立市场，流动资金和固定资产对现金有大量的需求，但经营仍处于亏损阶段或只是稍有盈利。它获得巨大成功的潜力吸引了清楚认识到全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部亏本的风险并准备承受全部损失的投资者。事实上，10 个初创企业里有 7 个最终都没能挺过这一阶段。大部分初创期的企业都是由风险投资家或者运营公司支持的。在过热的股票市场中，投机性的事业常常会上市并成为证券分析的素材。

第二阶段是成长期。至此，从业人员会承认行业的产品这时已被接受，并且掌握了短期的历史数据来估计未来的需求。最大的问题是：有多快？能持续多久？由于成长期行业往往会带来极好的回报，它们往往占据了分析师的很大一部分时间。分析师最感兴趣的是，如何在所有人都一哄而上抬高股价之前，在最有利的时机先识别出成长期的行业。在所有人都开始随波逐流之后，行业的估值水平逐渐变得富于泡沫，投资回报也下降（见表 6-3）。

表 6-3 行业分类：行业生命周期

生命周期阶段	描述
初创期	产品的市场接受度值得怀疑，商业战略的实施并不清晰，高风险，破产先例很多
成长期	产品已被接受，业务拓展开始，销售额和盈利加速，正确实施商业战略仍是个问题
成熟期	行业趋势与总体经济趋势相同，参与者在稳定的行业中争夺市场份额
衰退期	消费偏好的改变和新技术的出现使产品的需求逐步减少

典型的成长期行业都能刺激出消费者（或行业的客户）尚未意识到的产品需求。最好的例子是新技术的出现。例如，苹果公司的 iPod 激发了对互联网音乐播放器的需求，而在此之前没有人发觉他们有此类需求。另一个例子是用更好的销售灵感。在 Salesforce. com 出现之前，没有公司意识到可以租用软件而不是购买。[㊀]软件行业市场整体上看是疲软的，但是按需定制软件却表现出合理的成长性。成长期的企业能够脱离经济周期的影响而走出独立繁荣。

除了销售额会快速增长以外，成长期的行业往往享受较高的毛利率。这种快乐的处境会一直延续到新竞争者受到高额回报的吸引而进入这一行业为止。随着竞争由激烈逐步转向稳定，市场渗透率达到了现实的界线，行业开始过渡到成熟阶段。

如果说成长期行业的销售额和盈利增长高于平均水平，成熟期行业则只能带来“平均”的回报。它的销售额随着经济的增长而增长。如果宏观经济实际

㊀ Salesforce. com，纽约证券交易所上市公司，CRM 软件服务提供商。与传统 ERP 软件巨头的区别在于，用网络服务实现 ERP 软件的功能，用户只需要付少许的软件月租费，以节约大笔购买开支。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年增长率为3%，那么分析人员认为成熟行业的销售额也将增长3%。再加上4%的通货膨胀因素，行业销售额年度增长7%（即3%加上4%）。成熟期行业通常提供的是人们广为使用的、日常主题的产品或服务，这样的例子包括食品行业、汽车工业和家具业。

在成熟期的行业内，也可能会有一个或多个具有成长性的公司。通常这些公司以两种方式获得超过平均水平的增长率。第一种方式，它们通过提供更高质量的产品或服务（即更好的销售灵感）来增加市场份额。DIRECTV 是一家卫星电视公司，在成熟的付费电视行业内5年里把市场份额从3%增长到了11%；比起其他的有线电视竞争对手，消费者更偏爱他们的频道和定价。第二种方式，公司通过吞并其他企业而增长。自1997年以来，华盛顿互助银行在储蓄业务的市场份额增长了50%，主要就是通过收购其他竞争对手。当时该行业的毛利率平均每年增长10%，而华盛顿互助银行却能做到18%。

生命周期的最后一个阶段是衰退期，对行业产品的需求稳步下降，剩余的竞争者相互争夺不断缩减的市场。由于对新产能缺乏需求、毛利率下降，行业吸引不了资本进入，已有公司也开始退出。需求的逐渐枯竭使破产的公司增加，剩余的参与者纷纷进行合并。那些管理更优秀的幸存者提前预见到了这种宿命，于是将资金投入前景更看好的行业来实现业务多元化。法国威望迪集团（Vivendi）斥资50亿美元收购在线游戏商（Activision）就是多元化的一个例子。或者公司也可以拓展新产品来应对变化的客户群体。阿斯利康制药（AstraZeneca）通过内部投资和并购进入生物制药领域，例子包括150亿美元收购 MedImmune。

按照对经济周期的反应方式进行分类

除了按行业生命周期分类之外，华尔街还以行业对经济周期的反应方式进行分类。市场经济并不是直线发展的。它先扩张，然后增长减缓或停止而进入衰退，接着开始复苏，而后又是新一轮的扩张（见图6-1）。美国的经济周期可以长达5~10年。在经济周期的每个阶段，都会有某些行业比其他行业更加繁荣。按照行业在经济周期中的行为方式可将它们分为3类：增长性、防御性和周期性。

（1）增长性。销售和利润独立于经济周期，可以取得平均水平的增长。

（2）防御性。在经济周期的上升和下降阶段，经营状况都很稳定。

（3）周期性。收益随经济周期的变化而变化，通常变化程度更夸张。

增长性的行业能独立于经济周期，获得超过平均水平的增长。即使经济处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

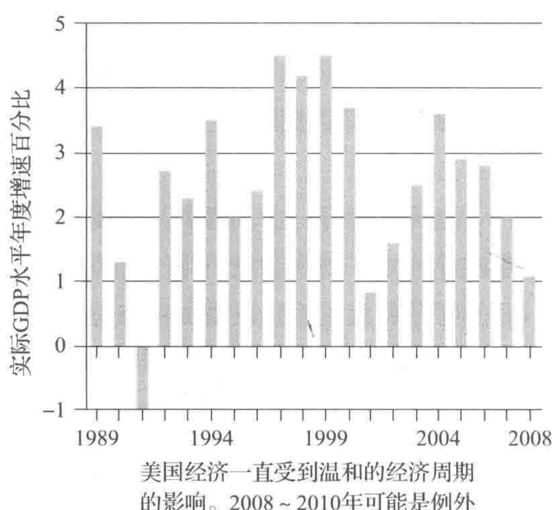


图 6-1 美国经济周期（1989 ~2008 年）

于衰退阶段，增长性行业的销售和盈利也可以增加。新技术和新产品是增长性行业的典范。在 2001 年的衰退中，互联网零售行业仍能够一帆风顺，实现了更高的销售额。

防御性行业在整个经济周期中都有稳定的业绩。它的销售和盈利能始终保持上升趋势。在经济繁荣期，强劲的增长十分明显，在衰退期盈利能力会略有下降。防御性行业通常处于成熟期。例子包括以下行业。①电力和煤气公用事业。因为无论经济状况如何，人们家中总需要取暖和照明。②食品业、烟草业和啤酒公司。尽管消费者会转向低价的品牌，但对这些产品的需求弹性很小。③政府承包商。不论经济是否增长，政府都会进行开支。

周期性行业是指盈利随着经济周期一起变化的行业。这些行业的盈利随经济的繁荣而受益，随衰退而减少。盈利的变动会比经济周期的波动更夸张一些。繁荣期后，泡沫会破裂。这样，当经济增长率仅变动几个百分点时，周期性行业便可能从巨大损失转变为巨额盈利。在 2001 年衰退期间，沃尔沃汽车的经营性亏损是 1.4 亿美元，而 2006 年盈利高达 20 亿美元。典型的周期性行业生产可选类商品，它们的消费取决于人们对经济前景的乐观程度。汽车行业是周期性的，因为除非消费者确信经济在朝着好的方向发展，否则会推迟大额的购买。重型装备和机械行业也是周期性的，它们的客户是资本密集型公司，这类公司在衰退期会推迟投资，在复苏期会增加投资。图 6-2 和表 6-4 给出了 3 个公司的例子，从中可以看出这类公司的盈利在经济周期中是如何变化的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

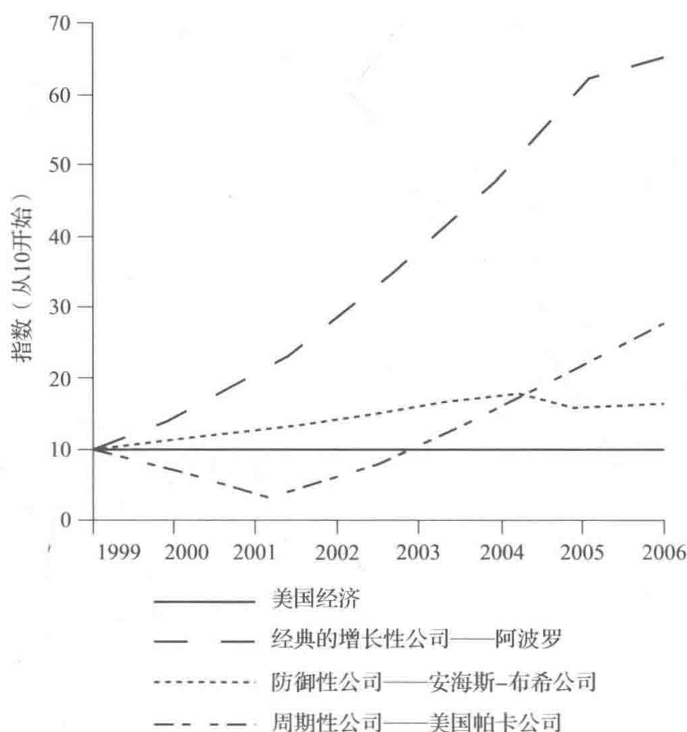


图 6-2 经济周期表现对比，国民生产总值与每股盈利的关系（百分比）

表 6-4 经济周期与盈利比较——GNP 变化率与 EPS 变化率

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
实际 GDP	变化百分比	4.4	3.7	0.8	1.6	2.5	3.6	3.1	2.9
增长性公司	EPS	0.46	0.58	0.84	1.16	1.65	2.04	2.68	2.79
——阿波罗	变化百分比	32	26	45	38	42	24	31	4
防御性公司	EPS	1.47	1.69	1.89	2.20	2.48	2.77	2.43	2.53
——安海斯 - 布希	变化百分比	9	15	12	16	13	11	-12	4
周期性公司	EPS	1.42	1.10	0.45	0.95	1.33	2.34	3.08	3.97
——美国帕卡公司	变化百分比	12	-23	-59	111	40	76	32	29

注：官方确认的经济衰退从 2000 年开始，至 2001 年结束。帕卡公司的周期性特性十分明显。

其他类型的周期性公司盈利的变化并不与经济活动总水平直接相关，而是与其他经济变量有关。例如，股票经纪公司的周期性基于股票价格。矿业公司的利润与大宗商品价格变动周期相吻合。这些公司也归入周期性行业。

利用行业的生命周期或经济周期将行业进行分类可能会给后续分析戴上有色眼镜。从业人士通常会把行业与名称相比较，并试着由此推断其未来的收入、盈利和价值。在这种相比较估值的过程中，每个行业特定的细微差别往往被忽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略了。

行业分类带来的第 2 个问题是其自我欺骗性。一旦分析师将某行业定义为增长性行业，他（和他的读者）就倾向于摆上那些符合增长性行业的特征。因此我们说，行业分析有助于讲投资故事，但是经验丰富的分析师不会让分类标签和预判妨碍他们发现不符合模型的特征。

让我们来看 20 世纪 90 年代的互联网服务业。开始时许多投资者将这一行业同 70 年代末的有线电视行业相类比。互联网和有线电视都通过线缆连接到用户家中，都需要按月缴费。但当分析师仔细研究了互联网之后，他们发现了一个显著的区别。互联网服务业不像有线电视业一样是近乎垄断的行业，客户更换服务商的频率比有线电视用户要高。互联网属于增长性行业，但是从业人士需要从全新的角度来看它的业务模式。互联网服务业股票的价格也随之下跌。

与此类似，投资者很容易将烤面包圈连锁店与之前高速增长的快餐业相比较。餐饮业咨询公司的经理丹尼斯·隆巴尔迪（Dennis Lombardi）说：“烤面包圈店有足够的发展空间。你只需将它与汉堡连锁店相比较。”麦当劳有 15 000 家分店，是所有烤面包圈店总数的好几倍。然而二者的区别也是引人注目的。汉堡在美国被当作午餐和晚餐食品，而烤面包圈只能作为早餐，这要考虑到种族文化的传统。

分析人员在行业分析时常犯的一个错误是对行业的所有参与者都一视同仁。实际上，并非所有**成熟期行业中的公司都是成熟期公司**。超市行业是一个成熟期行业，然而健康食品连锁，例如美国全食超市公司（Whole Foods），应被看作成长性的公司。财产和意外灾害险是周期性行业，然而 Old Republic 的稳定否定了这种看法。因此，行业分析只能作为第 7 ~ 10 章介绍的公司分析的补充。

把一个行业按生命周期和经济周期分类，需要进行表 6-2 中所概括的分析，通过研究行业的外部环境、需求趋势、供给因素、获利能力与竞争力，分析人员逐步形成对行业前景和公司投资价值的意见。

外部因素

没有行业生活在真空里。每一个都受到许多外部因素的制约，影响着它的销售额和盈利。自上而下分析的第一阶段考察影响行业经营业绩的经济变量，生命周期和经济周期分类法即是从这一角度进行研究。随着行业分析的逐步开展，从业人员进而考察非纯粹经济性的外部因素（见表 6-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-5 行业分析——影响销售和盈利能力的关键外部因素

技术	成熟期行业所面临的问题是：行业本身是否会因新技术的产生过时、淘汰呢（20 世纪 80 年代，打字机很快被文字处理机所替代）？采用新技术的初创期行业面临着不同的问题：市场能否接受创新
政府	政府行为对许多行业都有着重大影响。新法规或旧法律的修改都会对行业的销售和盈利产生冲击。在某些情况下，政府的政策还能促成新行业的形成（如太阳能行业）
社会	生活方式的改变使许多行业繁荣起来。双薪家庭的增多促进了方便食品生产业和餐饮业的发展。对动物权利的关注损害到皮革零售业
人口统计	分析师密切注意着人口结构的变化。美国人口的老龄化有力地支持了养老院股票。它同时也是影响高尔夫球具制造商的重要因素，因为婴儿潮时出生的一代，在他们的晚年不再那么吃力地工作
国外影响	美国是全球最大的经济体，但它的工业也受到国外的影响。国外纺织公司的产品摧毁了国内纺织业。发展中国家收入水平的提升，也催生了对美国软件、电影、音乐的巨大需求

外部因素分为五大类：技术、政府、社会、人口统计和国外影响。对于每一类，都会有某些大的主题影响到特定行业，而一些因素起相反的作用。分析师的工作包含两方面。第一，尽量避免成为未来学家的倾向。他只关心那些会在 3 ~5 年时间里显著影响行业的趋势。第二，尽量以量化方式描述这些趋势的影响。仅仅说“互联网技术进步和上网带宽的增加会带动移动互联网设备业务”是不够的，投资者希望知道这些因素给行业销售额增加的百分比，数字的预测要好于模糊的论断。

在大量的研究报告中，对行业外部环境的基本假设是：历史将会重演，过去的趋势可以延续到未来。因此大部分公司的销售预测都建立在时间序列分析的基础上。对新行业销售额的预期很难由此得出，但 99% 的上市公司都已经过了初创期阶段，这使分析师可以根据简短的历史业绩推知将来。除非存在确凿依据支持相反的结论，可以认为这种“后视镜”方法是合理的。正如前面所指出，这种方法会导致自我满足，依赖于此的分析师很可能会漏掉重要的反转信号。尽管如此，历史资料基础仍是评估外部影响的前提条件。图 6-3 是对医疗服务行业外部因素分析的例子。

技术

对于外部技术因素的分析首先关注行业的可生存性，行业产品能否抵挡新技术带来的替代品的攻势。例如，尽管有了准分子激光手术（LASIK）和隐形眼镜技术，框架眼镜行业依旧繁荣。与此相反，CD 机则由于互联网下载和文件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分享的诞生而存在濒临绝迹的风险。

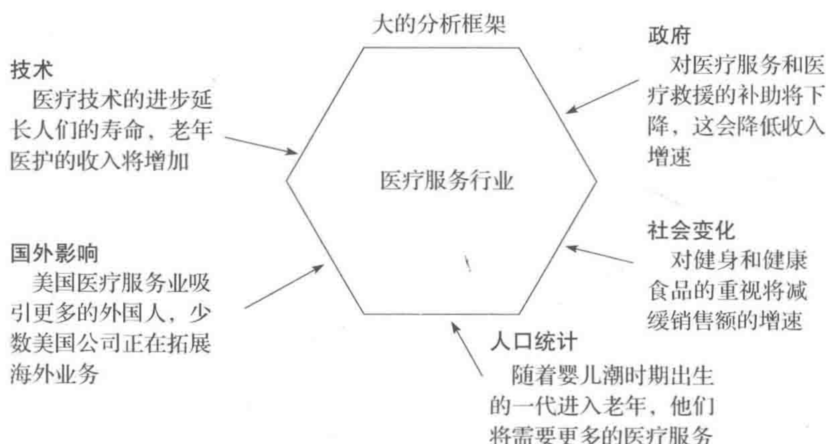


图 6-3　影响医疗服务行业销售额的外部因素

外部技术常常能促进行业发展。生物科技领域的成果应用于农业，最终带来了更高的粮食产出率；民用航空技术的进步直接导致了旅游人数的提升，提高了旅游业的收入；2003～2005 年，平板电视几乎占有了家用电器行业销售增长额的 100%。如今权威人士认为数字技术将带动在线图书的销售增长。

有时，新技术的产生既是好事也是坏事。核能起源于国防工业，最终被应用于发电行业。用核能发电比传统技术下用煤和石油发电更节约，因而可变成本更低。后来人们未预见到的安全和环境方面的问题使核能名声受损，相关的费用使许多公用事业受损。

为应付新技术可能带来的竞争，成熟期的行业通常有几年时间可以制定防御措施。常见的战略性反应有如下两种思路。

（1）模仿竞争对手。如沃尔玛在批发业中仿照普尔斯马特（Price Club）的批发商店会员制建立了山姆连锁店俱乐部（Sam's Wholesale Club）。

（2）买下竞争对手。例如，甲骨文（Oracle）在 2005 年收购了仁科公司（PeopleSoft）。

称职的管理层能够意识到新技术的发展趋势并相应调整公司战略。

政府

政府税收、法律和各项管理条例影响着美国的每一个行业。这是华盛顿拥有超过 70 000 名登记在册的议员说客的原因之一。

联邦税法为政府获取了合法收入。然而其中不乏为特殊利益集团设计的漏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洞。例如，石油开采业有着远比一般制造业优惠的折旧规定。联邦对进口商品的关税给某些行业带来了额外的好处。例如，对本田汽车的进口限额保护了本土生产厂家的销售和盈利。石油开采业和汽车工业政策决定上的转向可能导致对它们不利的政府行为，从而使盈利下降。分析师的预测必须做相应修改。

行业协会常常对法规的限制提出抱怨。但法规在促进安全生产、保护消费者利益和维护公平竞争方面发挥着重要作用。政府监管可以说是有利有弊。一些政府机构的过度干预行为给行业造成了伤害，但同时也有许多行业建立在政府发起的基础上，或因有政府管制而繁荣。如果你有一家公司，还有什么比政府限定产品最低价、对进口设置壁垒、允许兼并竞争对手更好的规避风险的办法呢？民主党和共和党政府继续实施管理措施。现在的分析师比20年前的同行更加关注政府的政策。

宾夕法尼亚州政府在2004年时计划对12家赌场式的赌博业务颁发行政许可。它本可以通过拍卖的方式把许可证出售给出价最高者，收入可以高达30亿美元。但与此相反，它以行政授权的方式以低于市场价格出售，总收入仅6亿美元，实际上就是把24亿美元当作补贴拱手送给了内部知情人士和国内的赌博公司。Petrotec是一家德国公司，从使用过的食用油中提炼生物柴油。公司在2006年上市，曾是当时的热门股。当德国政府宣布取消对生物柴油行业的税收减免政策后，股价应声下跌了一半。

联邦和地方政府的补贴约占药品行业收入的一半。政府支出结构的变化会严重影响该行业。2000年后对医疗行业的补贴下降，引发了养老院和连锁医院行业的合并浪潮。在地方层面，市政废品处理业务的私有化带来了废品回收处理公司收入的增加。试想如果政府将公共教育体系的一小部分私有化，财富将会发生怎样的转移！

政府外部因素也是在对外国股票的分析中需要考虑的重要因素。大部分国家的贸易体制比美国限制性更强。当地生产厂家习惯于受到保护，突然放宽关税政策会摧毁在跨国竞争中毫无竞争力的本地行业。同样，政府可以建立其他的壁垒，使它要扶持的行业免受外来的威胁。例如，日本有许多限制美国农产品进口的措施，从而帮助了日本的农场主。巴西“自给自足”的政策阻碍了汽车的进口，使当地低效率的汽车制造商得以生存。

社会

社会因素可归纳为生活方式和流行趋势的变化。无论是哪一种，分析师都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做好了充分估计它们对相关行业影响的准备。

在两种社会影响中，流行趋势更难以预测。这使研究以流行为导向的行业变得更为复杂。例如，女装的流行周期十分短暂，当前的流行服饰可能仅仅一两年之后就被其他样式所替代。行业的销售基线虽处于上升趋势，但流行的变化会影响短期预测。玩具业、娱乐业和电影业中也有类似现象。

分析师可能将短期流行误认为长期趋势。在我所参与的一次融资项目中，一位分析师不顾皮衣需求呈周期波动的历史，做出了皮衣销售将稳步增长的预测。3 年之后，皮衣销售额下降了超过 20%。

与此形成鲜明对照的是，生活方式的改变要经历很长一段时间。例如，健康意识的增强导致了人均烈性酒消费额的下降。施格兰公司（Seagram's）等烈酒生产厂商在察觉到了一些警示信号后，逐步实行了产品多样化，扩大同一时期逐渐流行的葡萄酒的生产。女性就业人数中比例的逐步增加（1970 年的 41% 到 2005 年的 61%）和城市向郊区化发展极大地影响了汽车工业。除了催生每个家庭两辆汽车的需求外，这个变化还刺激了厢式旅行车的需求，因为住在郊区的父母还要尽力做好运送孩子们参加课外活动的职责。

人口统计

人口统计学是研究关于人口重要统计数字的科学，包括人口分布、年龄和收入等。分析师通过观察这些统计数字的变化趋势，找出不同行业的投资主题。例如，在美国，婴儿潮时期出生的婴儿进入五六十岁后，对退休计划开始格外关注。随着他们股票和债券投资额的增加，基金公司的收入也增加了。在马来西亚，50% 的人口年龄低于 21 岁。分析师预期啤酒的消费群体会大大增加，因而推荐当地的酿酒业股票。在俄罗斯，不断增加的人均收入推动了对手机的需求，使分析师有理由对当地的移动电话公司持乐观态度。

人口统计常常表现为长期趋势，因而它们比其他外部因素易于辨认和追踪。分析师们往往都承认某一趋势的存在（如单亲家庭的比例在增加），但在估计对相关行业的影响程度上常常存在不一致的观点。

国外影响

随着世界范围内贸易的增加，行业对国外影响越来越敏感。例如，美国经济的健康状况与石油进口密切相关，油价由国外的价格联盟欧佩克组织（OPEC）掌控。海外资源供求的异常变动会波及许多行业，包括石油、化工和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

休闲板块。美国其他一些行业面临着国外竞争者的挑战，尤其是来自中国的竞争者。电子产品、基础制造业、服装是3个最常见的竞争领域。与此同时，美国的出口势头也从没表现得像现在这样强劲，这是以往排斥美国产品的国家实行经济自由化的结果。

分析师认识到全球贸易的扩展，就要站在全球化的基础上来评价某个行业。需求的预测按国家分别加总，并从全球角度来看外部影响。这种方法适用于在世界范围内交易的商品，如石油、金属、农产品，有时也包括国防、半导体、航空行业。

目标要专注

宏观全景的趋势分析研究起来总是很有趣的，但是漫无边际的研究对股票估值没有什么帮助。在外部因素分析中，分离出关键的因素并不容易，大部分研究报告都没做到这一点。这些报告常常罗列出许多作用相反的外部因素，行业的发展机会似乎被潜在的威胁抵消。其结果是，分析人员由过去推知未来，而没能发现使销售额偏离历史轨道的决定性变化。正如前面所指出的，这种后视镜的方法适用于许多行业，但要发现行业的发展潜力或内在弱点，需要更为透彻的分析。

案例研究：美国赌场行业

美国赌场行业包括坐落在35个州的几百家赌场和老虎机游戏厅。这些设施由上市公司、私人运营商及印第安部落运营。人们认为该行业属于增长性行业出于两个原因：①没有实现赌博合法化的州正在逐渐通过立法允许赌场存在，把以往由邻近州赚的税收赢回来；②已经实现赌博合法化的州正在允许更多地段运营，这样可以利用现有赌博业活动带来更多的税收。像食品、啤酒、烟草一样，从经济周期的角度看，赌博是防御性行业，因为在经济衰退期赌博业仍然能持续扩张。

50个州中的大部分都有赌场运营，但是仍然坚守传统的州里面也包括得克萨斯这样的人口大州。此外，有些人口密集的州，例如纽约州和伊利诺伊州有赌场存在，但合法的地段数量十分有限，为更多的新开业赌场创造了条件。对于大部分只允许赌场在有限地段开设的州而言，赌博行业实质上是个受监管的垄断行业。

2008年的研究报告显示，影响该行业的有一系列外部因素和威胁，如表6-6所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-6 美国赌场式赌博行业：外部机遇与挑战

技术	
机会 改进的玩家跟踪机制提升销售额 更好的老虎机吸引新的赌博玩家，并从现有赌客身上提升销售额 新技术使网上赌博成为可能	**威胁** 互联网技术使海外的赌博站点可以从美国本土吸引走美国的赌客 技术使新进入者更轻易地与现有公司竞争
政府	
机会 更多的州会立法通过赌场式赌博 更多的州会坚守赌博行业的垄断式模式，以保护盈利 美国联邦政府可能会允许互联网赌博，并只开放给本土公司，从而打开一片巨大的新市场	**威胁** 州政府可能会提高税收 州政府可能会允许开放更多赌场，削弱垄断模式 加利福尼亚州和佛罗里达州在考虑允许印第安人赌博更多地垄断 新法规可能使公司更容易受到关于客户赌博上瘾的诉讼
社会	
机会 赌博越来越多地被视为娱乐，而不是危险的恶习	**威胁** 在过去，美国文化会在合法接受赌博与全面禁止之间轮回，下一个周期会是什么
人口统计	
机会 赌博的老年人比赌博的年轻人更多，美国人口正在老龄化，预示着需求会增加	**威胁** 尚没有认识到的威胁
国外情况	
机会 不断流入的亚洲和拉丁美洲客户提升了赌博旅游业的收入 增速逐渐减缓，因此国外赌场开始鼓励赌客们去一流的、众人向往的赌城参观，例如拉斯维加斯和亚特兰大	**威胁** 境外开展的互联网赌博逐渐吸引美国客户分流 中国澳门赌场开始尝试复制拉斯维加斯的娱乐模式，可能会把亚洲客户从美国赌博业中分流

在 2008 年时的外部因素主要是利好性的，分析师们的结论是赌博业仍将持续超过平均水平的增速。更多的州会通过立法，现有通过立法的州将建设更多赌场，这样可以从消费者兜里赚到更多的钱。同时，温和的监管环境会限制过度竞争、控制税率。互联网赌博在联邦立法层面仍然是不合法的。

需求分析

分析师研究经济状况、判断行业生命周期阶段、考察外部因素的最终目的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是估计对行业产品的未来需求。对这三方面进行数量化预测的方式各不相同，如下所述。

（1）自上而下的经济分析。我们找出影响行业销售的特定宏观经济变量。最理想的情况是收益与某个经济统计数字密切相关，这样不必寻找多个变量作为预测依据了。例如，根据以往的经验，墨西哥水泥需求的增长率是 GNP 增长率的 1.7 倍。于是，分析人员就在 GNP 预测数据的基础上预测水泥的需求。

（2）行业生命周期。将行业按其在生命周期所处的位置（或对经济周期敏感性）分类给需求预测提供了基本框架。美国的食品行业是处于“成熟期”的行业，因而单位销售额应与 GNP 和人口同步增长。视频游戏行业是处于“成长期”的行业，这些特点可以作为预测其销售增长率的指导。

（3）外部因素。许多外部因素是相当稳定的。它们对行业的影响易于预测。其他一些则是不断变化的，给分析带来了不确定性因素。将这些因素考虑到销售预测中，是一个需要做判断的定性过程。

考虑了上面 3 个主题后，分析师为行业确立起未来的销售额基线。大多数情况下，这一销售趋势是由过去的历史外推出来的，如图 6-4 描绘的成熟期行业趋势线所示。但有时情况并非如此，细心研究后会发现可能出现影响行业命运发生戏剧性转变的转折点。即使是推导的结论也可以提供有用的简介。例如：自来水供应行业一直在以 7% 的速度增长。假设你的分析表明会延续增长趋势，但增长率只有 5% 。这 2% 的差异使你确信行业的前景被过分夸大了，因而可以在价格偏高时卖出所持股份。在图 6-4 中，增长率的轻微下降就使未来销售额降低了 10% 。

一旦做出趋势预测，分析人员的下一步就是研究行业产品的用户。需求从何而来？谁在购买行业产品？为什么购买？

客户研究

对总需求做预测是有益的，但要彻底了解驱动行业收益的因素，只能通过对客户的详尽研究。由于每一行业都服务成千上万的客户，单个的分析是不可能的。将客户划分为不同的市场细分能简化研究过程，使分析人员只需关注影响需求的少量因素。分析人员顺次研究每个市场细分，逐步建立起总需求的概况。

例如，对墨西哥水泥市场的需求很大程度上依赖于 GNP 的发展趋势。为支持这种预测方法，将整个市场分为 5 个市场细分，并考虑每个市场细分的潜在需求，以此验证 GNP 系数的准确程度（即年度需求增速等于 GNP 增速的 1.7 倍）。两种方法都揭示出需求大约是 4 200 万吨，包括出口（见图 6-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

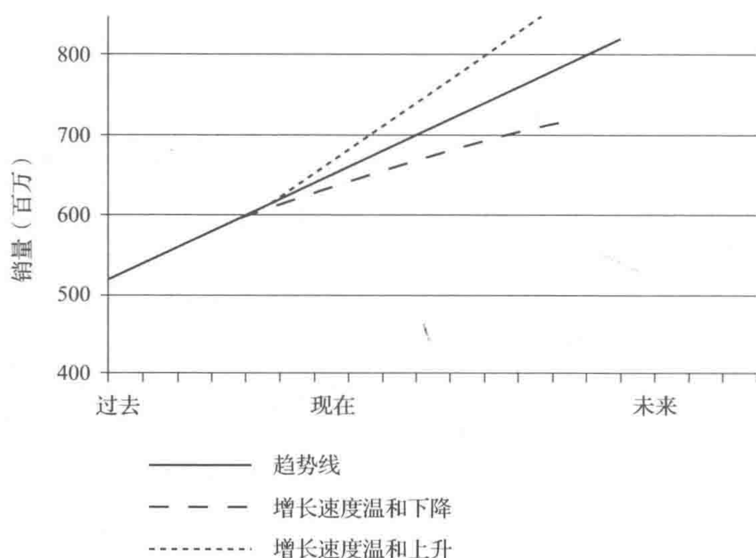


图 6-4 成熟期行业：对年度销售额和净利润的常用外推法

子市场	需求估计
住宅地产	13.9
商业地产	11.3
基础设施	10.0
水泥砌块[①]	2.9
出口	4.0
根据市场细分加总预测的总需求	42.1
根据 GNP预测的总需求	41.5

图 6-5 2007 年墨西哥水泥市场：由市场细分构建市场总需求

①包括混凝土块、混凝土管道等。

在表 6-7 中，我按用途划分了市场细分：住宅建设、基础设施项目、商用建筑。但需求也可以按其他标准分类。著名的商业战略家戴维·阿克（David Aaker）按客户特征和产品相关特性进行分类。表 6-7 是以美国市场为例的说明。

细心的分析师会根据几种不同的市场细分标准来研究需求。按照阿克博士的建议，我以地理划分为依据，再次对墨西哥水泥需求做了预测。我将墨西哥分为 5 个地区，逐一分析每个子市场的需求（见图 6-6）。在这个例子中，GNP 法、用途法和地理法都得出了极为相近的预测数值。对任何销售预测而言，多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用几种方法是很好的双重检验。

表 6-7 按需求划分市场细分的方法

客户特征	需求类别
地理	南部地区和西海岸的流行服装市场
业务类型	饭店、工厂、银行和零售商的计算机需求
公司规模	大型、中型和小型医院
生活方式	购买美洲豹跑车的人比购买梅赛德斯－奔驰的人更富有冒险精神
性别	专为女性生产设计的网站
年龄	针对儿童与成人的麦片粥
职业	律师和牙医对纸质复印机的不同需求
产品关联	**需求类别**
使用人	家用电器购买人——住宅建筑商、房屋所有人、小型企业
用途	马铃薯的大宗采购者——快餐店
寻求便利	甜点消费者——在意摄取的热量和注重便捷的人
价格敏感程度	对价格敏感的本田思域汽车购买者与奢侈的凯迪拉克购买者
竞争者	忠实于 IBM 品牌的计算机用户
应用	专业用和家庭用的链锯
品牌忠诚度	忠实于 IBM 与其他品牌的用户

资料来源：David Aaker, *Developing Business Strategies* (New York: John Wily & Sons, 1995). Reprinted with permission of John Wiley & Sons, Inc.

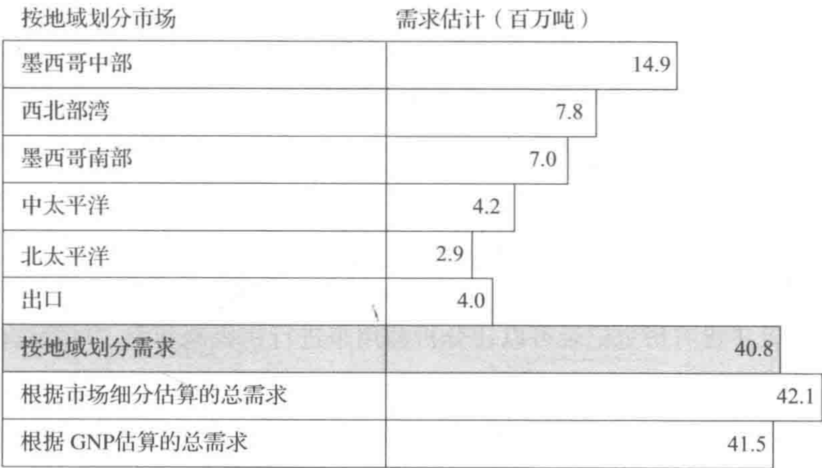


图 6-6 2007 年墨西哥水泥市场：由市场细分构建市场总需求

资料来源：National Chamber for the Cement Industry of Mexico, Mexican Institute for Cement and Concrete, National Chamber for the Construction Industry of Mexico.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成熟期行业

对于已成熟的行业，分析人员应该同长期客户取得联系，找出每一个市场细分中驱动需求的因素。消费者为何决定购买？每个市场细分之间有何不同？消费者的动机发生了怎样的变化？对行业销售额来说有什么含义？通过与客户进行交谈并研究购买习惯，可以用来推断过去的趋势是否会延续。

例如，在 2007 年时，个人电脑已经获得了美国家庭消费市场的 62%，每年增速约为 5%。MP3 或者 iPod 作为新一代的产品，已进入了 14% 的美国家庭，但主要集中在高收入阶层。MP3 的低市场渗透率（相对于个人电脑而言）能够带来较高增速，直到在各个收入阶层达到饱和时为止（见表 6-8）。

表 6-8 家庭消费的渗透率：两种电子设备对比 （%）

设备	1987	1992	1997	2002	2007
iPod/MP3	—	—	—	2	14
个人电脑	12	24	34	60	62

成长期行业

成长期行业还未渗透进所有未来的市场细分。除了研究现有的客户群之外，分析人员还要考虑行业产品新的销售渠道。例如，移动电话行业过去只面向成年人市场，近年来也逐渐拓展到青少年。印度的外包公司过去只面向美国计算机软件业，从 2007 年开始也进入到金融和医疗板块。发现新用途或新用户群体对于确认成长性行业的上升趋势十分重要。

新兴行业

一些上市公司提供某种全新的产品或服务。产品接受程度极低的情况下，这些公司几乎没有历史记录可以让分析师用来进行销售额预测。尽管这些股票的风险高于大部分其他股票，但投资决策过程并不是完全投机性的。

第一步是要判定新行业是否面向一种已存在而未被其他行业满足的需求。例如，为适应公司削减员工医疗费用的迫切要求，产生了“管理医疗”行业。在证实需求确实存在后，分析人员一般参照相似行业的经验，来预测新兴行业的销售。

办公用品超市即是一个例子，尤以欧迪办公（Office Depot）和史泰博公司（Staples）为典型。这两家公司刚一上市，分析师就开始将它们与普尔斯马特俱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乐部和好市多公司（Costco）等折扣式仓储超市进行对比。分析师以仓储超市的历史资料为基础建立模型，估算市场份额和市场饱和度。例如，分析师认为每250 000名城市人口需要1家仓储超市；经过观察，他们运用相似的逻辑证明每25 000名白领或100 000名普通人对应着1家办公用品超市。

投入/产出分析和行业需求预测

投入/产出分析主要考察在行业生产过程中的商品和服务流动，包括从原料变成成品的全过程。成品消费的增加会提升中间环节产品的需求。例如，互联网的应用爆发间接增加了对数据存储设备（帮助互联网通讯）的需求。

如果一个行业是另一行业的主要客户，分析师就利用投入/产出模型导出对后者产品需求的偏导数。同样地，对某一行业产品消费的增加，会刺激对它的互补品的需求。中国对汽车的广泛使用使当地的轮胎业繁荣起来。分析师根据新车销售数据，用数学公式计算出轮胎的需求。具有代表性的公式之一是购买1台汽车意味着每5年消耗8条轮胎。需求模型可能很复杂，含有许多变量。图6-7给出了酒店家具市场分析的一个示例。

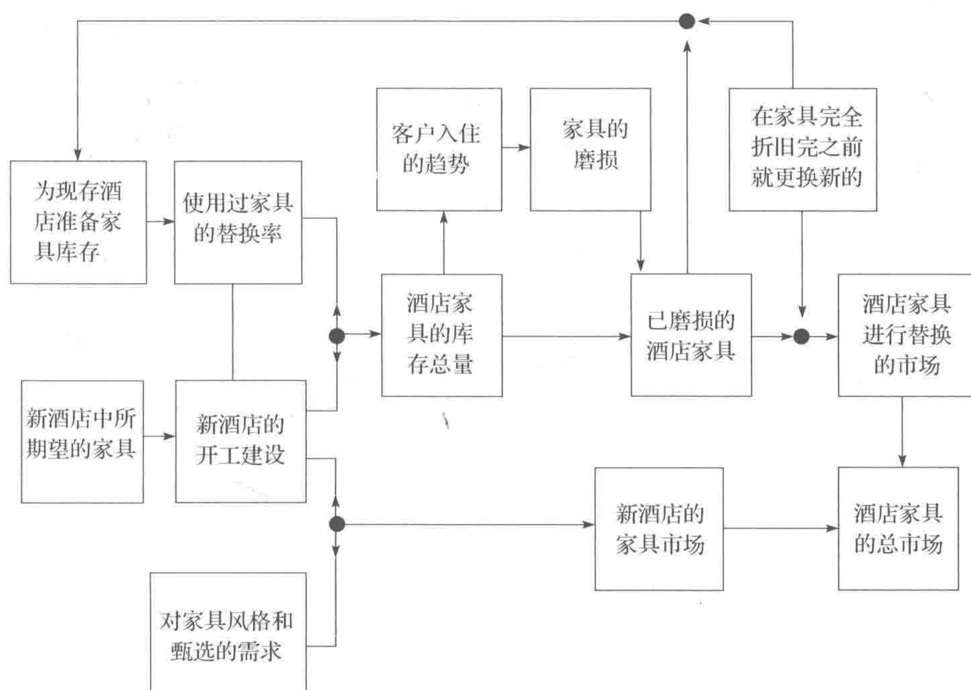


图6-7 针对酒店家具市场的需求分析模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业研究中的供给分析

在进行行业分析的过程中，分析师把大部分的时间花在了需求趋势的研究上。他们通常假定等式的供给端会自动调节，使供求达到平衡。如果行业收入在上升，会有更多投资涌入。如果收入在减少，则现有的生产能力足以满足下降的需求。这一模型长期来看是正确的，但对短期和中期的适用程度随行业的不同而不同。

临时服务行业与该经典模型吻合得很好。由于它主要依靠低技术水平的工人，可以很快找到新雇员，所以能够在短时间内增加供给。当供给依赖于资本密集型的实体经济时，则完全不同了。资本密集型行业，例如钢铁工业和包装业，需要花费3~5年的时间建立新厂房以扩大生产能力；软件业等使用高技术工人的行业，在短期的生产能力也会受到限制，它们需要通过培训课程培养新的编程人员。

预测有效供给

供给是由未利用的产能和增加新产能的潜力所共同决定的。准确地分析这两个变量并做出合理预测是一项极其复杂的工作。这正是极少有分析师会尝试去做的原因。如果供给预测与需求预测相吻合，则分析师认为未来市场将处于均衡状态。如果供给与需求预测不符，则除非供给者及时调整他们的行为，否则该行业产品的价格将发生变动。理想的研究报告中应该包含如图6-8所示的供给/需求关系图。在该假设的示例中，图6-8显示出未来供给方面存在问题，因为产能跟不上需求。

当行业中仅有几个竞争者，并且只通过少数的几个生产设施提供产能时，供给是最容易预测的。如果行业经济学显示进口成本过于昂贵，在客观上限制了进口，那么也对简化供给预测有帮助，分析师可以忽略国外生产产能。水泥行业是这一简单模型的非常好的例子。第一，只有大型工厂才能够生产水泥，从建造到投产的时间很长；第二，每吨较低的单价使超出厂房周围半径250英里[⊖]范围的运输变得不经济。于是，供给能力的预测就非常容易：分析师只需计算出附近的生产产能，再加上在未来3~5年内计划增加的产能。在墨西哥这个过程就十分简单。水泥市场由两家公司所控制，其拥有总共31个工厂中的

⊖ 1英里=1.609 344千米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21个，并且扩容计划公众都知道。所有的工厂都有充足的原料储备。表6-9说明了供给能力的计算过程。

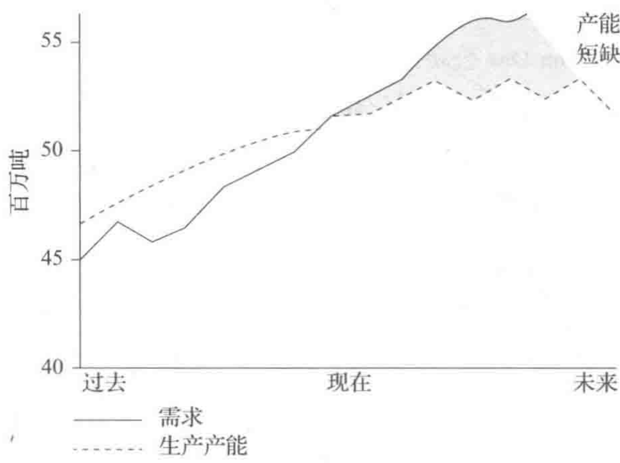


图6-8 供给/需求关系图：某假想行业

表6-9 2007~2010年墨西哥水泥市场：未来供给能力的计算

（单位：百万吨）

	2007	2008	2009	2010
2007年产能	53.2	53.2	53.2	53.2
2008年净增加额	—	1.0	1.0	1.0
2009年净增加额	—	—	1.6	1.6
2010年净增加额	—	—	—	1.2
预计总产能	53.2	54.2	55.8	57.0

注：净增加额是扣除掉关闭的工厂之后的净额。

然后将供给与需求的预计数值进行相互对照，表6-10显示到2010年时，产能利用率超过86%，对于这一行业来说是较高的水平。预测表明会增加新的产能。

表6-10 2007~2010年墨西哥水泥行业：供给/需求预测

	2007	2008	2009	2010
预计总产能（百万吨）	53.2	54.2	55.8	57.0
预计需求量（百万吨）	41.5	44.0	46.7	49.5
产能利用率（%）	78.0	81.2	83.7	86.8

注：净增加额是扣除掉关闭的工厂之后的净额。

获利能力、定价和行业分析

进行行业选择的关键在于未来盈利能力。如果销售额上升但盈利下降，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资于这样的成长性又有什么意义呢？好的供求预测能用来判断未来的获利能力。如果供给与需求同步，行业盈利将保持在稳步趋势上。获利能力是行业决定是否投资、增加供给的关键指标。供给过剩意味着更低的产品价格，从而减缓了投资。例如，Uranium One 公司的研究显示，由于预计的开采产能增加，库存减少，铜的价格将下降（从 130 美元/磅到 90 美元/磅）。

在理想情况下，供给和需求之间的互动会为行业产品定好价格。而在实际世界中，有很多因素干扰这一过程，常见的影响价格的因素包括：

- 产品细分；
- 行业集中度；
- 行业进入的难易程度；
- 主要原材料的价格变化。

首先，大部分行业都利用品牌、声誉或服务来区别不同的产品，即使当产品非常相似时也是如此。非处方药便是个例子。药店自有品牌与名牌产品的成分完全相同，但名牌产品有 40% 的溢价。

集中程度高的行业本身抑制了价格波动。假设供给与需求处于合理的均衡状态下，主要市场参与者完全有运用垄断行为的动机，可以通过价格信号、秘密协议或其他途径来实现人为操纵的高价。外部人无法进入内部的圈子而获知发生了什么。例如：在墨西哥水泥市场，两个主要生产厂家控制了 80% 的市场。它们很难掩盖之间相互串通的事实。美国的一些行业中也存在着类似的行为，但是一般人都不得而知。

垄断会导致人为操纵的定价，而进入行业的难易程度是决定价格变动是否符合自由市场模型的关键。半导体生产行业存在一个显著问题：入场券（盖一座新厂房）需要花费 20 亿美元。与此相反，零售业的大门是完全敞开的。企业家租店面、添置设备、购买存货仅需花费 100 000 美元。

某些行业的生产依赖于某一两种原材料，这些原材料价格的变化会影响产品成本。某些情况下，该行业会把增加的成本通过更高的价格转嫁出去，但在其他一些时候，竞争的压力使企业无法这样做。例如，2007 年，货车运输主要供给因素之一的柴油价格达到了历史高位，像美国 YRC Worldwide 运输公司和 Vitran 这样的货车运输公司都无法把价格提高到足以弥补成本的水平。

行业盈利能力很重要

供求关系、成本因素和价格弹性是决定行业未来获利能力的关键因素。没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有盈利，行业就无法为留住员工、厂房和研究费用来筹集资金。盈利前景不佳的行业确实不能作为潜在的投资标的。

国际竞争与市场

竞争分析是许多书籍研究的话题。哈佛商学院的迈克尔·波特是这一领域的先驱。他从多种角度分析竞争，如图 6-9 所示。证券分析过程中需要融入波特博士这类专家的研究成果。本章将简要地介绍该主题。

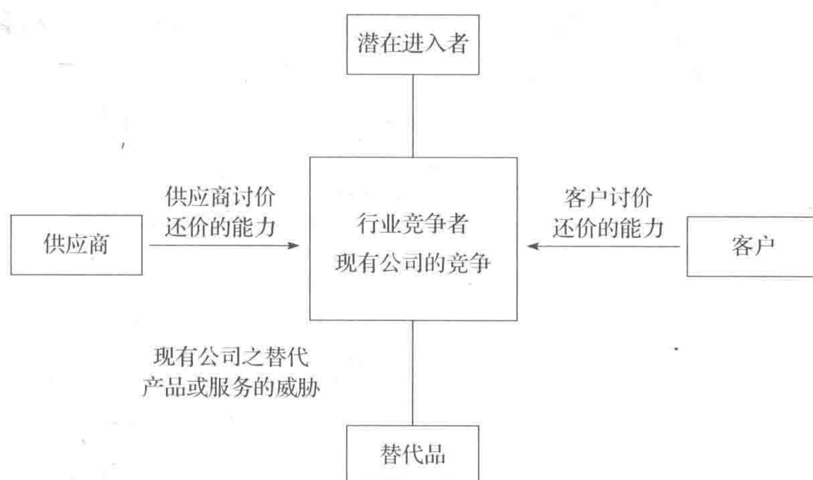


图 6-9 竞争：决定行业盈利能力的五力模型

资料来源：Michael Porter, "The Five Competitive Forces That Shape a Strategy," *Harvard Business Review*, January 2008.

竞争性分析的第 1 步是明确地定义行业。虽然这一工作已经述及，但需要注意的是每一个行业都将进行更细的划分。例如，一些分析师覆盖研究化学工业，另一些研究化肥工业，还有一些研究专门的化学制品行业。《机构投资者》(*Institutional Investor*) 将媒体行业分成 5 个子行业：卫星和有线电视、娱乐、出版、广告代理、广播和电视。将你研究的公司划归它所在的子行业并识别出竞争者，是分析的第 2 步。

对每一个竞争对手，分析师都要评价它的商业战略和它对目标公司的影响。例如，在连锁超市行业中，西夫韦公司推行全国计划，大众超级市场公司 (Publix) 集中在东南部地区，韦格曼斯食品超市（Wegmans）专注于中大西洋区域（Mid-Atlantic）。在珠宝行业，蒂梵尼公司（Tiffany）的目标客户群是上层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阶级，Zales 瞄准的是美国中产阶级。如果 Zales 向上层客户尝试拓展，将影响到蒂梵尼的盈利。

最后，分析师概括出行业参与者各自的优势与劣势。表 6-11 是戴维·阿克列示的需考虑的多种因素。财务历史数据与资产负债表是分析师首要考虑的对象。对其他因素的考查可以揭示出通过竞争能否取得更好的经营成果，但可能会使目标公司付出代价。同样地，如果目标公司在竞争薄弱的领域内处于强势，预测就有着更高的可信度。

每一行业都有一些成功的主导性因素，如表 6-11 所示。很多分析师（和公司战略制定者）都会把这些因素和竞争对手的情况保存下来。表 6-12 以表格的形式给出了这种比较分析。

表 6-11 竞争性分析：分析每个市场参与者的优势与劣势

创新	管理
技术产品或服务优势 新产品开发的可能性 研究与开发 技术 专利	高层和中层管理层的素质 业务知识 企业文化 战略目标和规划 企业家精神 计划/运作机制 忠诚度——人员流动性 战略决策的质量
生产	**市场营销**
成本结构 生产经营的灵活性 设备 原材料的来源渠道 垂直一体化 职工工作态度与动力 生产产能	产品质量声誉 产品特点/差别性 品牌认同程度 产品系列——系统性 客户针对性 市场细分/集中策略 分销 与零售商的关系 广告/促销手段 销售团队 客户服务/产品支持
财务－获取资本	**客户群**
来自经营过程 来自留存资金 借贷与股票融资的能力	规模与忠诚度 市场份额 服务对象的拓展

资料来源：David Aaker, *Developing Business Strategies* (New York: John Wiley & Sons, 1995). Reprinted with permission of John Wiley & Sons, Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-12 研究报告的竞争者分析示例

竞争指标	主要竞争者			
	A	B	C	D
市场地位	脆弱	广泛	强	脆弱
获利能力	低	平均	平均	平均
财务能力	低	高	未知	低
产品系列	窄	宽	窄	窄
技术能力	平均	强	平均	弱
产品质量	最弱	好	满意	最弱

资料来源：Milton Leontiades, *Management Policy*, *Strategy and Plans* (Boston: Little Brown & Company, 1982)

一家公司维持销售和盈利的能力在很大程度上取决于竞争情况。目标公司是否具有侵略性的能力——采取进攻？或者，它是否必须保护市场份额并节约财力——采取防守？对竞争对手特点的描述有助于从业人员采用博弈论进行分析。

国际竞争

世界越来越小，各行各业都越来越反映出全球化的主题。这一特点在石油、金属和基本食物等行业最为突出。它同样也支配着轻工制造、半导体和化学制品等中游板块。诚然，标准普尔500指数成分股的盈利的40%都与国际活动有关。

美国是全球最主要的经济体，它拥有为数最多的上市股票和最发达的金融市场。由于这些原因，证券分析职业在这里取得了突飞猛进的发展。然而，这种情形的最主要的弊端就是许多美国从业人员的短视行为。尽管公司业务延伸至全球，华尔街的研究还是常常止于美国本土。并且分析师往往不重视公司在国外的运营状况和国际潮流。随着投资机构日渐强调全球化研究和投资，这一情形在日渐好转。

小结

行业分析是自上而下分析法的步骤之一。通过研究行业、它的外部环境、需求与供给的趋势、可能的盈利能力和在竞争中的地位，证券分析师做出行业是否适于投资的判断。书面研究报告只提供有限的信息，从业人员在行业评论中只突出一些关键因素。很多时候，读者们希望可以用一个词语对行业进行概括，例如成长、成熟或衰退。有了对行业状况的了解，分析师将进而选择个股。哪一个行业参与者是胜利者？哪些是失败者？以下几章将讲述具体公司分析和估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

具体公司分析

在完成了经济预测、资本市场分析及影响目标公司的行业因素后，分析师接下来进行公司运营和财务的研究。本章介绍了具体公司分析中涉及的各个步骤。

对很多分析师而言，到具体公司分析这里精彩才刚刚开始。在这一层面，选股过程开始认真起来。经济预测、资本市场分析及行业分析的基础已经就位，研究现在集中于单只股票的业务（见图 7-1）。

研究报告范本

1. 引言
2. 宏观经济分析
3. 相关股市前景
4. 对公司及其业务的分析 ✓
    - 行业分析 ✓
    - 具体公司分析 ✓
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 使用估值方法
8. 投资建议

分析的第 1 步是完成一份关于公司业务的书面评论，作为研究报告的第四部分（见图 7-1）。这份评论的语言是陈述性和分析性的，其目的有二：①确保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析者遵守纪律，把相关信息写进书面报告；②把分析师对该公司业务和经营环境的理解传达给读者。如图 7-1 所示，业务评论与历史财务状况分析一起提供了财务预测的基础。当然，财务预测是决定估值的重要因素。

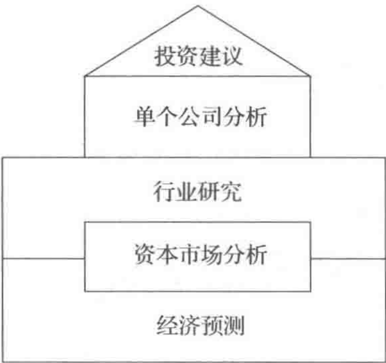


图 7-1 公司估值的基本构成。注意如何在行业研究、资本市场分析、经济预测的基础之上进行单个公司分析

表 7-1 所示的业务分析提纲包括了许多和公司招股说明书中相同的内容。和招股说明书不同的是，研究报告包括了分析师对事实和官方文档的趋势性解读，以及分析师认为相关的其他任何数据。此外，研究报告适当地将重点放在需要特别注意的事件上，相比之下，招股说明书则没有突出这些估值需要依赖的因素。

表 7-1 用于具体公司分析业务评价部分

概要信息	分销
概览和业务描述	供应商和原材料
公司策略	**竞争**
生命周期	竞争环境
财务状况总结	竞争的比较分析
产品与市场	**其他主题**
产品系列及新产品	研究与开发
公司产品的市场	海外销售及盈利
营销策略和客户支持	政府监管
重要客户	人事
生产和分销	固定资产
制造过程和成本	管理

该部分的主题包括了竞争优势、公司战略、所处行业生命周期的阶段、产品和市场、生产和分销、供应商、竞争者。我们也会研究一下诸如研发、海外运营、政府监管、管理等细致方面。

系统方法和竞争优势

评价是系统化的。按照逐渐深入的方式，分析师梳理一家公司业务的每个元素。随后，他（以及读者）必须将注意力集中于该公司每一项业务的能力上。是否有足够好的产品系列以吸引新顾客？其分销系统是否优于竞争对手？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分别考察这些方面使分析师得以从总体上观察这家公司的资产、管理、创新等能使它繁荣昌盛的因素。

前一章我们重点发掘一个行业如何赚钱，现在分析师要分析一家公司怎样增加销售收入和获得利润。企业战略家称之为寻找这一公司的“持续竞争优势”（SCA）。如果没有SCA，公司的客户将会丧失，竞争者将紧逼，并且该公司的最终生存将成问题。业务评价将注意力集中于那些支撑SCA的因素，管理学家将SCA归功于3个基本策略。

（1）低成本。公司生产产品与提供服务的成本低于其竞争对手。例如，信息系统技术公司（Infosys）的低成本程序员都在印度，这可以帮助它与美国的IT服务业务展开竞争。

（2）差异化。即顾客认为一家公司提供一些与众不同的产品。例如，Lifecell公司提供创新性的、其他公司不能比拟的手术产品。

（3）集中化。公司选择一个全行业服务得不够的小客户群作为其集中的客户基础。沃尔玛以在郊区乡镇建商店起家，西尔斯和凯玛特则放弃这一市场。

这些优势出现在盈利业务的不同环节，鼓励分析师仔细研究表7-1中列出的各个方面。在《竞争优势》（*Competitive Advantage*）一书中，迈克尔·波特也提出了类似的方法：

> 理解竞争优势时，不能把公司作为一个整体来看，它来源于一家公司的设计、制造、营销、分销及产品支持等诸多单独的活动，每种活动都能帮助公司降低成本，创造差异化战略的基础。例如，成本优势可能源于迥然不同的方面，如低成本的分销系统、高效的装配流水线或优良的销售团队利用。差异化可能来源于同样多元的因素，包括高质量的原材料、响应快速的订单簿记系统或优秀的产品设计。

个人投资者可能感到惊讶，很多时候专家们买入某只股票却不能准确说出该公司的竞争优势所在。公开上市的快餐连锁店有十几家，但只有少数几家在麦当劳和其他几家主要竞争对手的猛烈攻势下依然兴旺。1989年，美国有56家公司生产磁盘驱动器，10年后只有11家生存下来。闯入一个成熟的市场是有难度的。以早餐麦片市场为例，最新进入前十大品牌的是1979年创立的Honey Nut Cheerios，已经创立了将近30年。

有时竞争能力归因于一家公司的“特许权价值”。强大的消费者品牌如可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口可乐和迪士尼位于长期优势的公司之首，技术公司的优势则保持时间较短。表 7-2 列出了部分名单。

表 7-2 大型企业的特许权价值

公司	竞争优势保持时间
可口可乐	超过 20 年
迪士尼	超过 20 年
百威	10 年
万豪集团	10 年
戴尔	4～6 年
Netflix	2～3 年

保持竞争优势是公司生存的关键，但并不止于此。例如，如果开发新产品或保持市场份额成本过于昂贵，公司在保持 SCA 的过程中会损害其股票价值。例如大型图像照片生产商柯达公司，在坚守其传统胶卷业务阵地的同时，市场份额和商场货架空间输给了数码照相。如果展开一场广告战、开发更好产品、租赁足够的货架来尝试扭转这一颓势，可能严重损害柯达的股东价值。

公司战略

很多分析师满足于将一家公司的历史销售扩展到未来预测，但是有事业心的分析师会仔细查看公司的商业计划，判断有什么因素驱动收入的长期增长。显然，商业计划的好坏在于管理层能把公司的优势、资源配合起来，应对竞争者的可能举动。

内部增长

一些行业策略看起来很简单。茹丝葵牛排馆（Ruth's Chris Steak House）的模式就很简单明了。其 60 家餐厅年收入预计以每年 6% 的速度增长。以现有的资源条件，20 家餐厅在 2008 年和 2009 年可以增加 17 家餐厅以及9 000万美元的收入。也有其他几家公司复制了高价牛排的餐饮概念，争夺餐饮业的收入（见表 7-3）。

在另一些行业，这一过程可能会无比复杂。例如，制药公司一般生产一系列药品。随着技术的进步，新药占主导地位时，已有药品的销售就会下降。同样，当一种成熟的药品专利期满，面对常见的竞争使公司来自于该药的销售收入下降。管理层预估销售下降的比率，并且计划开发新药品，以填补旧药销售收入下降的部分。美国的大型药品制造商辉瑞制药就面临这一难题，它高度依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

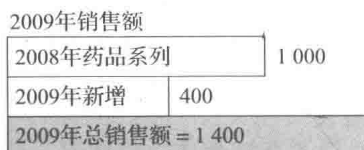
赖降胆固醇类药物立普妥（Lipitor）的销售，该药是全球销量最大的处方药，专利期限至2010年届满。由于辉瑞制药480亿美元的销售收入有1/3来自立普妥，当立普妥的专利期满时辉瑞制药的收入将大幅跳水。

表7-3 茹丝葵牛排店扩张战略

	每年截至12月31日		
	2007	2008	2009
拥有餐厅数			
已有餐厅	53	64	78
新餐厅	7	8	9
总计	60	72	87
每家新餐厅平均300万美元资本支出：			
资本支出总计（百万美元）	21.0	24.0	27.0
收入预测			
已有餐厅，截至2006年12月31日（百万美元）	280.0	297.0	315.0
2007年新开业的餐厅（百万美元）	17.5	35.0	37.0
2008年新开业的餐厅（百万美元）		20.0	40.0
2009年新开业的餐厅（百万美元）			22.5
	307.5	352.0	414.5
连锁店收入（百万美元）	15.5	17.0	19.5
总收入（百万美元）	323.0	369.0	434.0

资料来源：Ruth's Chris SEC filings and equity research reports.

在评价一家制药公司的计划时（见图7-2），分析师必须确信该公司有能力维持不断推出新产品的渠道。他同时必须确定，现有产品收入的下降属于管理层的计划之内，而不是悲观情景。



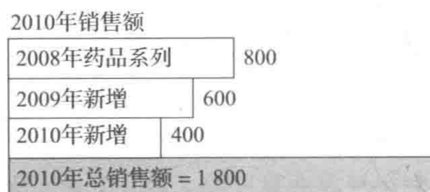


图7-2 制药公司：商业计划样本（单位：百万美元）

另一类公司是属于一招鲜的类型。DynCorp International公司是一只高价国防类股票，其2007年收入有50%来自于伊拉克战争，包括后勤支援、国际维和、承包商管理。DynCorp的股票在2008年年初时高达30倍市盈率，远高于当时国防类股票平均市盈率。看来投资者们似乎以为伊拉克战争会永远打下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购增长

许多公司将内部增长与收购结合起来。美国政府 IT 承包商 Mantech International Corp. 基线销售额（内生增长）每年平均增长 8%，在实施了一系列成功的收购项目之后，总销售额增长率上升到每年 20%。Mantech 现在的年销售额超过 14 亿美元。寻找能增加收益且规模适当的并购交易现在变得愈发困难了。到 2008 年时，分析师必须确定如果该公司不支付超出合理程度的收购价格，它的收购策略能否继续下去（见图 7-3）。

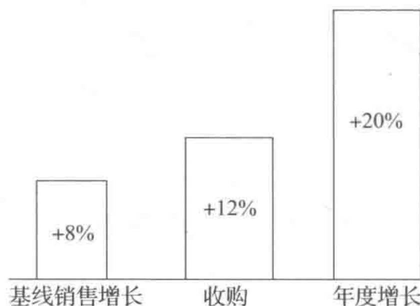


图 7-3 将内部增长与外部收购相结合的战略（2000 ~2007 年）

组合策略

对于多元化经营的公司而言，战略框架中包含了一种“资产组合策略”。例如，荷兰阿克苏诺贝尔公司（Akzo Nobel）将自己的业务划分为 3 个行业板块：装饰涂料、专用化学产品、高效能涂料。按照阿克苏诺贝尔的这种划分方法，这些经营业务毫不相干，仅仅是多种资产的集合。任何具有相似经营特点的业务单位被合并起来，部门与部门之间仅有很少的业务关联，部门之间的协同效应降至最低。控股公司充当各部门产生的多余现金的储蓄所，并给各部门提供融资、法律建议、人事管理及会计服务。大多数情况下，控股公司相当于一个内部银行，部门负责人从它那里申请新的资金。该银行对新的业务建议进行评估，考虑申请人是否已经正确评估过建议，以及他们是否有能力有效运用这一资金。

除了评价各部门的业务策略之外，分析师必须考虑内部银行的资金分配程序。它是否将钱投入到最需要的业务中？通常，证券分析师使用著名的波士顿咨询（Boston Consulting Group，BCG）的增长/市场份额矩阵（growth/share matrix）来得出见解（见图 7-4）。

增长/市场份额矩阵使控股公司的管理层（及证券分析师）可以将每个“部门”、每种“业务”或每类“资产”都归入四个象限之一。然后再考虑是否对归入了该象限内的资产实施推荐的策略，根据该战略，应该将市场份额大、增长缓慢的部门（现金牛）产生的现金再投资于“明星”部门，以支持其增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

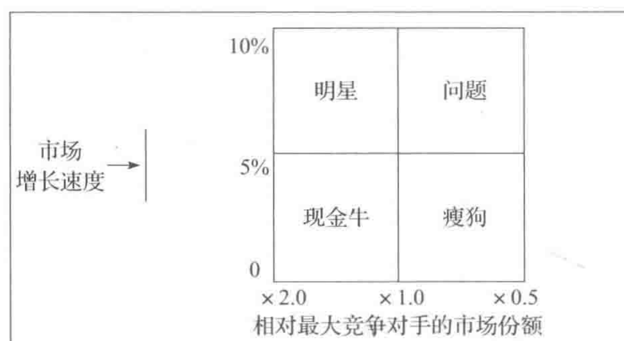


图 7-4 如何用 BCG 的增长/市场份额矩阵来评价业务部门

及市场份额目标。或者，将现金投向“问题”部门以帮助其成为“明星”。所谓的“瘦狗”部门（市场份额小且增长缓慢的成熟市场）只得到很少的现金投入，即使其仍然在盈利。“瘦狗”部门随时准备被放弃，以向问题和明星部门提供更多的现金。BCG 这一分析框架简单却有效，影响了整整一代的公司和股票分析师们。

增长/市场份额矩阵分析法提示公司管理层，甩掉瘦狗部门和问题部门，剩下的业务就可以简单地归入成长股或成熟业务。2005 年 IBM 分拆掉了被华尔街视为拖累的、价值 120 亿美元的 PC 业务。

生命周期

公司的生命周期为认识股票提供了一个简单的方法。从公司业务的层面，生命周期也可以分为 4 个阶段，正好对应第 6 章行业讨论中的定义。表 7-4 概述了这 4 个阶段。

表 7-4 公司生命周期

阶段	预期的销售情况
初创期	销售不可预测，容易波动
增长期	随着产品被广泛接受，销售稳定增长
稳定期	随着公司产品的市场趋于成熟，销售保持缓慢增长
下降期	随着顾客被更新、更有创意的产品吸引，销售下降

当整个行业仍保持在某个阶段时，单个公司可能已经经历了整个周期，这一现象在很多成长股上很明显。

Global Crossing 是 20 世纪 90 年代互联网蓬勃发展时期成立的许多电信网络

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商之一。Global 于1997年成立，1998年上市。到2001年时这家公司已拥有40亿美元的年销售额，市值达470亿美元。这是一家成长性行业中的成长性公司，与康宁（Corning）和Ciena这样的公司开展竞争。到了2001年年末，震荡开始，到2002年年初，Global 宣布破产。此时电信网络行业刚刚进入新的增长期阶段。约翰·瓦格纳（John Wagner）是公司负责市场部的高管，他从未经历过华尔街的大肆宣传炒作，投资了该股票。当他的股票变得一文不值时，他痛苦地说："我在 Global Crossing 上了昂贵的一课！"

概述和业务描述

作为业务分析的开始，分析师应先简述公司历史、各业务的总结性描述。这部分扼要概括了公司所有权和组织结构，把投资主线与股份穿插其中。

要按表格形式列出财务信息摘要。对于从事多元化业务的公司，这部分按业务线进行分类，诸如单位产品销售收入、产能利用率以及类似的经营项可以在此列出。表7-5是简单的例子。

表7-5 研究报告的摘要页（星群能源集团）

国家：美国

行业：能源和公共设施

股票代码：CEG

交易所：纽约证券交易所

描述：CEG是商业能源和电力设施提供商，主要业务位于亚特兰大中部

投资逻辑和结论：CEG处于业务转型期间，经过了2008年的困难时期之后正在整合业务。即将出售的核电业务50%权益可以带来充沛现金流，防止发生财务危机。目前估值倍数较低、对2009年的盈利预测非常保守，说明该个股处于超卖状态。结论：买入/超配/强于大市

证券信息

普通股

股价（美元）	22	目标价位（美元）	30
过去52周高点/低点（美元）	13～26	股利（美元）	1.91
市值（百万美元）	4 651	股息率（%）	8.4
股份数（百万）	199	流通股（百万）	166

相关债券信息	标普/穆迪评级	利差
CEG 6.125%	BBB/Baa3	341 基点

估值/财务数据

截至12月31日的财年	2007（实际）	2008（实际）	2009（预测）	2010（预测）
每股盈利（剔除非经常性项目）（美元）	4.60	3.57	2.95	3.12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

市盈率			7.8	7.3
EBITDA（百万美元）	1 983	2 273	2 045	1 953
EV/EBITDA			4.5	4.7
收入	21 193	19 975	20 760	22 000
EV/收入			0.4	0.4
自由现金流（股利分配后）（百万美元）	-470	-1 090	-1 200	200

资产负债表数据（2008 年 12 月 31 日）

净负债（百万美元）	4 600	总债务/EBITDA	2.6
总负债（百万美元）	5 300	EBITDA/利息	6.5
净负债/资本	34%	市净率	0.8

最新进展

- 减少股利，节省现金
- 出售核电设施 50% 的权益，将得到的 40 亿美元现金用于清偿债务
- 出售几个交易部门，减少风险敞口
- 管理层将 2009 年的盈利预测下调了 7%

产品和市场部分

产品线和新产品

在这一章节，分析师要说明该公司生产的产品和/或提供的服务。要记住，很多产品导向型的公司也有很高的服务比重。戴尔公司制造一系列口碑非常好的个人电脑，但往往为人称道、起决定作用的是他们的售后服务合同。另一些情形中，这些公司在销售产品的同时销售的也是品位。尊尼获加红方（Johnny Walker）是一款很好的苏格兰威士忌，但比同样高质量的竞争对手贵 50% 是否值呢？除了简单地描述产品，这一章节还应向读者说明，为什么该公司的产品受到客户欢迎。

如果可能的话，这里会列出与每种产品线销售有关的统计数字（数量、金额）。其中还包括预计的每条产品线的毛利率。3 ~ 5 年的此类数据可以描绘出趋势线，以帮助分析师说明问题。对某种产品线依赖程度的上升或毛利率下降都是警告信号。例如，卡洛驰（Crocs）是一家创造性的制鞋商，其 90% 的收入都来自于一个品牌，不过它也在试图多元化。

新产品和服务通常是已有产品和服务的延伸，但是，真正的创新如果具有影响力潜质，就应该提及。新产品市场表现的理论预测及满意度测试可以为这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分分析提供更高的可信度。在这一问题上，制药公司和软件公司都会提供详细情况。零售商有时也会把新商场方案公布给投资者。

在行业研究里，已经包括了公司生产产品和服务所在市场的概要情况。但公司可能根据成本差异策略，把比较大的市场划分为细分市场。例如，为了定价，Global Payments 会查看来自 3 个细分市场的收入：大型企业、中型商业、个人。在乐观情况下，分析师可以了解到每个细分市场的销售量和金额，然后查看公司的市场地位。它处于第 1 位还是第 2 位？是否某个细分市场比整个行业以更快速度增长？这些问题的答案有助于分析师评价该公司的商业计划。

在评估航空公司证券时，标准普尔公司将市场份额及地位分析放在首要的位置（见表 7-6）。这两个因素构成了标准普尔对业务评估的核心。

表 7-6 具体公司分析举例——标准普尔公司分析航空公司的重要评级因素

市场份额
- 交通行业中的市场份额，以年旅客英里数或年吨位英里数计算（对于有大量货运业务的航空公司）
- 行业产能份额，按可用座位英里数或可用吨位英里数计算
- 市场份额的趋势
- 在拥有由航空公司拥有或联网的计算机订票系统旅行社中的份额（旅行社对于他们使用其订票系统的航空公司，订票比例通常更高）

特定市场中的市场地位
- 航空公司处理大客流量客运中枢的地理位置，其他公司构成竞争的客运中枢的位置
- 在客运中枢的登机次数和航班次数所占份额
- 主要出发地和目的地市场中所占份额，这些市场的经济和人口增长前景
- 客运中枢及主要市场的竞争强度
- 进入壁垒/基础设施限制
  - 登机（候机室）
  - 停机坪空间和其他地面设施
  - 空中交通管制，起飞及着陆时间段限制
- 国际市场地位
  - 市场增长前景
  - 条约及进入壁垒管制
  - 外国公司及美国公司的竞争强度

收入源泉
- 运力使用效率，以“装载比率”计算（年旅客英里数除以可用座位英里数）
- 定价
  - 收益率（旅客收入除以年旅客英里数）
  - 经平均旅程长度调整后的收益率（平均旅程长度较短的航空公司的收益率容易更高）
- 单位收益，以旅客收入除以可用座位英里数计算（收益率乘以装载比率）
- 收入管理的有效性——在价格和运力使用率之间进行权衡，以使收益最大化
- 服务声誉，以顾客满意度进行排序
- 生产率，以收益率或年旅客英里数除以员工人数或资产金额来衡量

成本控制
- 每可用座位英里数的营业成本
  - 经平均旅程长度调整后
  - 经运营性租赁和不同的折旧方法调整后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

劳动力
每可用座位英里数的劳动力成本
劳动合同结构，是否存在“B 级”合同（新雇用员工的低薪金合同）及其实质
工作纪律的弹性，对生产率的影响
对使用外部劳务“禁止性条款”的限制
工会合同的状态及谈判，罢工的可能性
劳动关系及员工士气
燃油成本及潜在油价上涨的冲击，给定机种燃油效率及飞行线路的特性
营销、市场、其他运营开支
飞机编队
与现有及计划所需相对应的机型及数量
机型更新计划
平均飞行时间，以座位数加权
符合“三期”噪声条款的机型比例
燃油效率
飞机订单和未来交货选择权

市场营销策略和客户支持

分析师的报告描述公司的营销策略并展示增加销售效率的战术。这些领域包括：

- 价格；
- 服务；
- 声誉；
- 地理覆盖；
- 产品保证；
- 技术；
- 保质期限；
- 退换货政策。

定价策略与市场策略是紧密联系的，同时也涉及一大批公司层面的目标。公司是否降价以提高份额？或提价以增加利润率？分析师必须理解“为什么”和“怎样”给一个产品系列定价。

广告有时是营销策略的重要方面。广告费用高的有化妆品公司，如雅诗兰黛每 1 美元销售额中有高达 24 美分的广告费支出；而重型机械制造商只花费不到 1 美分。对于广告费支出比例较高的公司，报告的这一章节里会列出其过往 3 年的广告成本及下一年的广告预算。如果一家消费品公司花了大量的广告费却不见销售额上升，就一定有问题。例如网络电话（VoIP）服务公司 Vonage 从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年起的情形就是如此。

顾客支持与产品及服务的提供密切相关。有多少销售是从顾客走出大门或收到货的那一刻起就结束了呢？售后服务、产品保证、维修、退换货政策都是整套产品销售的重要组成部分。汽车制造商，例如丰田汽车公司（Toyota Motor Company），现在提供终生服务。顾客在购买丰田车之后会收到一份服务保证，代理商会把这辆车的服务电话记录在数据库里。软件制造商在其产品内附上服务电话，会计上一笔软件销售的确认期间延长至数年，以反映随之而来的服务义务。高消费阶层的百货公司诺德斯特龙（NordStrom）提供无条件退货保证。瓦锡兰柴油机有限公司（Wartsila Diesel）的支持系统是全球性的，瓦锡兰的技术人员能在客户打出求助电话 48 小时内到达，哪怕出问题的柴油机是在马拉维或洪都拉斯这样偏远的地方。

除了描述公司业务中的顾客支持部分，分析师也指出其在这方面的竞争优势。下一步是比较公司与竞争者的顾客支持结构。

重要客户

一家公司的市场地位可从客户的声望上看出。如果一家公司向英荷皇家壳牌和埃克森石油公司提供销售服务，投资者可以想象得出它比向墨菲石油公司（Murphy Oil）和特索罗石油公司（Tesoro）卖产品的公司要强大。蓝筹客户能给业务以强大的感觉，并使公司远在华尔街树立信誉。当然，大公司比小公司拥有强大的谈判议价能力，所以和有声望的客户做生意有时也是在赔本赚吆喝。

分散的客户基础是一项优势。斯普林特 Nextel 公司（Sprint Nextel）是第三大移动电话运营商，2008 年当上万名客户中止使用后发生了数十亿美元的损失。他们中大多数是因为支付不起账单，而前些年公司正是为了扩大用户群大量招徕了信用资质不佳的客户。

生产和分销

生产过程和成本

在这一部分，研究报告着重强调了生产过程中的经济核算，其会解释制造成本的主要决定因素及生产过程的瓶颈。例如，天然气是甲醇生产商的主要原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料，占可变成本的30%。这个事实在研究报告中提到会很有用。类似地，甲醇生产过程的瓶颈在于管道吞吐量和裂化装置的产能。

典型的服务类公司会重复同样的过程向其顾客提供“产品”。对服务行业，分析师应理解过程的各个阶段及相应的附加成本。

通过对制造过程详加考察，分析师能发现公司是否能完成商业计划的生产端。如果需要增添更多设备，或者现有的车间需要升级，财产分析中就需要增加相关的现金投资这一项。

如表7-7所示，纸浆和造纸厂商的竞争力依赖于制造成本的相对水平。这也是为什么标准普尔公司十分强调工厂层面的制造成本。

表7-7 具体公司分析——标准普尔的纸浆及造纸行业的重要评级因素

成本相对水平

低成本地位
- 营业总利润率
- 资产回报率
- 工厂毛利率
- 工厂现金成本/吨
- 工厂总成本/吨
- 工厂小时数/吨

现代有效资产基础
- 过去10年的资本支出占固定资产净额的百分比
- 过去10年的维修及保养支出占固定资产净额的百分比
- 资本支出经通胀调整后的累计折旧比率
- 设备是否是“扩建”的，或是否预留了扩建空间
- 设备是否是一体化的（现场制浆）
- 机器是否是新的，是否运转良好
- 工厂现场安排及布局
- 过程控制及计算机应用

工厂位置
- 与成长型市场的距离远近
- 与主要大城市的距离远近
- 与出口外贸深水港的距离远近
- 运费优势
- 出厂成本

劳工关系
- 隶属工会与非隶属工会的工厂
- 劳工纠纷的历史
- 工资优势及工作纪律灵活性
- 工会合同到期时间表

客户满意度

质量、服务、顾客忠诚度
- 独立调查
- 商业印刷商、出版公司及顾客的评价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

产品组合
附加价值及商品的等级
每吨产品销售收入
产品组合多样化
产品宽度：是完整系列，还是单一产品供应商
消费者市场与非消费者市场
相对定价敏感度，以等级表示

原料的自给自足
纤维的自我供给及长期充裕情况
纤维来源：内部来源或长期私人采伐合同或政府合同或外部市场采购
纤维组成：软木、硬木、再生纸
森林恢复方案

能源构成与自给充足率
燃油构成：内部来源、石油、煤炭、天然气
热电并给装置、水力发电
迅速转换能源的能力

营销能力
市场份额的获取或损失
分销渠道
广告成本与占销售收入的比率
新产品推介
对定价影响的程度
后向一体化
用不同设施的家用纸张百分比
批发和零售分销

分销

在某些强调分销职能的行业，研究报告要考察这一方面。按传统的商业常识，当某公司的销售量达到一定水平时，就应控制自己的分销网络。不过，专业分销公司和一体化供应商的出现改变了这个传统观念。一份完整的分析报告应评价公司分销选择的优缺点。

供应商和原材料

分析师对供应商和原材料的调查是为了确认有无薄弱环节。一家有多个供应商的公司比只依赖一或两家供应商的公司风险要小。如果生产过程只涉及少数几种原材料，这样的依赖就值得警惕，特别是其中某种原材料价格很容易波动的情况下。例如，一家报纸出版商会购买大量的新闻用纸，而新闻用纸的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格波动范围很大。如果新闻用纸的价格急剧上升，出版商的利润率就会下降，因为广告费率和报刊亭的零售价不可能上升到足以弥补差价的程度。

竞争分析

竞争环境

行业分析中涉及的竞争分析总体上不适用于公司分析。这部分章节所要做的限于公司所在细分市场的竞争战术。当捷蓝航空公司（Jet Blue Airlines）进入从纽约到洛杉矶的航线市场时，研究报告重点应放在联合航空（United Airlines）和美国航空公司（American Airlines）的反应上。关于捷蓝航空公司战术层面上的长处和短处（以及可能的结果）的分析占这份报告的很大篇幅。

预想竞争对手的举动很有帮助。例如，在麦当劳宣布进入专业咖啡市场之后，2008 年星巴克公司股票市值下跌。

可比分析

公司并不是在真空中经营的，其经营状况（销售增长率、利润率、资产周转率等）要和同类公司做比较判断。在研究报告中分析师会以并列的方式，在统计表格中列出比较数据。表 7-8 是 2007 年关于 IT 合同承包公司的研究报告。

表 7-8 比较分析：2007 年联邦政府 IT 承包商

	财务结果			经营数据	
	年度销售增长率（%）	EBITDA 利润率（%）	股东回报率（%）	2008 年预计销售额中，未结订单所占百分比	每雇员销售额（千美元）
CACI	8.0	9.5	9.7	62	186
MTC Technologies	6.1	9.6	8.3	51	151
SI International	13.4	9.9	8.4	44	126
SRA International	10.0	9.0	11.1	72	202
Stanley	15.6	7.6	17.1	49	167

注：SRA 在大部分项目中打分都不错。

从类似表 7-8 所示的数据中，分析师可以对该公司在财务及其他经营状况上的相对能力得出结论。例如，SRA 就在未结订单及单名雇员销售额方面排名最高。这种相对比较不可避免地会影响到这些股票的估值，我们下一章就会讨论到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务评论中的其他主题

研究开发

一些新产品是通过收购获得的，但大部分的创新要靠内部研究开发实现。对研究开发投入的多少视情况而定。像健赞公司（Genzyme）这样的高科技公司就比卡特彼勒公司（Caterpillar）这样的低技术公司要投入更多精力。

研究开发费用的趋势可以解读为公司在拓展新收入上的投入和重视（虽然我们应该说研究开发是为了节省成本）。研发费用下降可能预示着公司在掠夺未来的增长以支撑当前的盈利。

海外销售与盈利

上市公司通常把销售与收益按会计并表处理的方式报告。海外销售及收益不会在财务报表中分项列出，但相关信息可以在附注中找到。

海外销售分两种情形：出口和当地业务。出口表示在美国生产而在海外销售的商品与劳务。销售收入回到美国并以美元计价。相反，当地业务是在外国有分支机构，包括存货、应收账款、厂房与设备。例如，高露洁棕榄在巴西的子公司是一家独立的公司。它在当地的资产及销售以雷亚尔计价，然后在合并报表中折算为美元。

对外业务被视为一家公司健康的信号，表明一家视野开阔的公司在进行全球化复杂业务。此外，在许多行业外国市场比美国增长快，因而国际业务是增加销售的另一个途径。可口可乐堪称美国公司中的精粹，现在来自海外的增长比本土要多。国际收益的问题是与国内收益相比确定程度较小，导致投资者对过多依赖对外业务的公司估值要打折扣。

这种“对外业务折扣”是由几个因素引起的。首先，对外业务的信息不像美国的同类公司那样唾手可得。无论是出口还是当地业务，投资者们因为没有足够的信息来得出结论，而需要做对冲。其次，许多相关国家的经济易于波动，增加了经营业绩的不确定性。再次，外国资产使相关公司有汇率波动的风险敞口，当外国货币相对于美元贬值时就会有不利影响。最后，除了 15～20 个最发达的国家之外，美国公司在海外的分支机构都面临着政治风险。外国政府的税收政策、关税、工人福利，当新政府掌权时有可能说变就变。在某些情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外国政府会严禁公司的分支机构将本币换为美元及向美国母公司支付现金红利。例如，2007年委内瑞拉把数家美国石油公司在当地的分公司国有化。在极端情形下，当地政府会直接接管公司，使国外投资者遭受损失。

通用轴承公司（General Bearings）一直在美国生产和销售轴承。近年来，它把业务扩展到中国和泰国。久而久之，华尔街的分析师们对通用轴承的股票的风险评估也相应上升，以反映对新兴市场的风险敞口。

政府管制

很多类型的业务会牵涉到政府的政策管制。例如，长岛照明（Long Island Lighting，LILCO）准备建于肖勒姆的核电设施已得到联邦政府的批准，但受到州政府的阻碍；最终，LILCO不得不注销了这笔50亿美元的投资。

人事

公司执行官会说，雇员是他的公司“最伟大的资源”，但是证券分析师常常淡化了公司价值中“人”的方面。通常，这样做有很好的理由。尽管他们常提到“有价值的员工”，但大多数公司每年人员流动率较高，20%～25%并不少见。华尔街也常常为裁员喝彩，尽管会有经验和知识的外流。

在研究报告中人事章节会展示雇员的人数，以及小时工资、佣金、薪水等，可能还包括属于某工会的雇员百分比。华尔街认为这一比率越低越好，高了则不好。这里还可以包括关于最近一次停工情况的说明。

对于某些公司，薪酬体制值得讨论。优秀员工股权奖励计划、利润分成体制或分红方案体现出竞争力的高低。同样，如果这个公司具有不寻常的公司文化，分析师也会在该部分提到。例如，商学院教授兰德尔·斯特罗斯（Randall Stross）在他的《微软之路》（*The Microsoft Way*）一书中总结道，“精心安排的优秀员工奖励办法，是比尔·盖茨赋予微软的简单却最重要，最为高瞻远瞩的成功之处”。

固定资产

那些相对于销售及收益而言持有大量基础资产的行业，固定资产这一章与其相关。众多行业都属于这一范畴，包括公用设施（电话、电力、汽油）、石油化工、建筑材料、汽车等。由于这些公司的厂房及设备对其发展十分重要，这一章节将评价现存厂房年限及效率、生产技术的水平以及每年保养成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-7 显示了对纸浆及造纸行业固定资产的重视，就说明了这种态度。从财务的角度来看，分析师考虑的是历史维护支出及年折旧支出是否足够。这些成本是否足够支持生产基础？实地调研对分析师回答该问题会很有帮助。

对于拥有很多房地产或自然资源的公司，固定资产项目被改名为“收益性资产”或“储备”，在报告所处的位置靠前或居中。拥有此类业务时，对实物资产的种植和收获是首要的收入来源。石油公司开采石油、房地产公司出租建筑等，诸如此类。

再次重申，分析师多核实一下资产负债表中的固定资产价值绝不是多此一举。如果可能的话，应该在没有公司管理人员陪同的情况下做实地考察，以了解真实情况。甚至专家们付出努力做了尽职调查之后也还是会犯错。Thomas Lee 是价值上百亿美元的杠杆收购公司，其收购的 Refco 公司在 2007 年倒闭，损失了上百万美元。在尽职调查时，Thomas Lee 雇用了著名的投行（第一波士顿）、审计师（毕马威）、咨询顾问（麦肯锡）、法律公司（Weil Gotshal）、保险经纪人（Marsh & McLennan），甚至花了 1 000 万美元雇用私家侦探公司来调查 Refco。在对 Refco 的前任所有人起诉时，Thomas Lee 提道：“早在 2004 年之前的时候，被告就开始了一系列蓄谋已久的、秘密的阴谋，意在通过伪造财报和记录来虚假陈述 Refco 的情况。”这个教训证明了细心调查的重要性。

管理层

在评估管理层时，分析师必须回答关键问题：管理层能否做到言出必行？

上市公司的管理层总是重复着乐观主义的陈词滥调：“我们将大力拓展公司的业务”“销售及利润会比上年有所提高”“这届管理层将使公司彻底转变”。话说起来很容易，但是错误的投资却十分昂贵。基于这个原因，分析师迫切需要逐个了解被分析公司的管理人员。他们需要知道这些经理人怎样提炼信息、怎样预测竞争对手的反应、怎样完成所做出的决定。虽然给职业经理人打分是一种主观感觉——大多数行业的经营环境极为复杂，但是经验老到的分析人员的确能够分辨出经理人的好坏。

时间长了，分析师就学会了区分能制订实际计划方案的经理人和只有头脑中理想方案的经理人。管理队伍可以赢得投资大众的信心，分析师也将公司的管理人员进行比较。有时做投资决策显得很容易。例如，大多数投资者会选择彭明盛（Sam Palmisano，IBM 的总裁）而不是唐纳德·特朗普（Donald Trump，Trump Hotels & Casinos 的总裁）作为大型企业的 CEO。有时，华尔街会对这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差异做出剧烈的反应，2007 年，在安东尼·泰拉恰诺（Anthony Terracciano）被任命为房利美公司的新董事会主席当天，该公司的股票上升了 10 亿美元。当然，泰拉恰诺在提升美联银行（Wachovia）的股东回报上曾起了关键作用。

管理深度也很重要。一家大型的成熟公司，如 3M 公司，即便失去其最高层的 10 位经理，我认为它仍然能够像注满润滑油的机器一样运转良好。但像默多克的新闻集团这样受单独某个人统治的公司，如果执行官突然离开，会遭受很大影响。

小公司通常管理团队较小。这类公司存在其他几种与规模相关的风险。几乎可以肯定的是，小公司缺乏客户、产品、市场上的分散性。另外，融资成本随规模增大而降低，小公司较大公司而言会遇到许多的融资障碍。

许多中小型公司是家族企业。对他们而言，家庭对公司控制权的延续性可能比专业管理更为重要，因此家庭控制对外部股东是不利的。此外，“把公司留在家庭手中”抑制了公司的潜在发展，因为家庭出于对股权稀释的担忧，会经常否决新项目所需的股权融资。

分析师还会对管理人员的诚实与否做出判断。和股东利益保持一致的管理层是不会出现诸如给自己做相关交易、滥发奖金或巨额现金薪水之类的现象的。如果公司高管之前出现过类似的法律问题，这在道德方面对投资者是个警钟。

董事会

偶尔，董事会的构成也在管理部分中加以评论。大多数公司董事会不值得详加讨论，因为大多数董事对公司的投入很少，作为董事的首要资格是先要成为 CEO 的高尔夫球友，而其主要职责是对 CEO 的所有提案不假思索地批准。证监会对董事独立性的新规则试图扭转这一局面，但进程很缓慢。

在两种情况下，董事会的评价对于投资选择是有意义的：①投机股，②濒临困境的公司。在第一种情况下，一位杰出的董事长给这只股票一种负责任的形象，给分析师多了一个增强信心的理由。对于困境的公司，董事们扮演的是看门狗的角色。在某些情况下他们会解雇并更换新的 CEO。经验丰富的独立董事对于一家问题企业而言明显是笔财富。

小结

对一家公司进行正确评估需要对其业务基础有一个整体判断。而证券分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

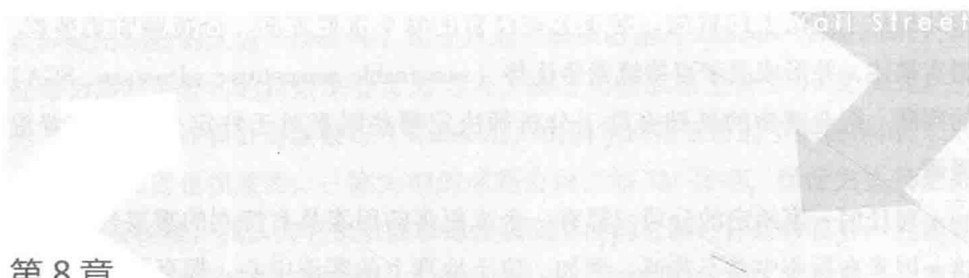
为此提供了方法上的框架。对于公司经营的每个重要方面，分析师收集数据，据实描述，并形成关于可持续竞争优势（sustainable competitive advantage，SCA）的判断。行业成功的基础有助于分析师决定哪些因素对于特定公司应该着重强调。

对任何一家给定的公司，都有一个或更多的因素具有特别的重要性，即使这一因素在行业中并不普遍。例如，位于地理上的客流中心，拥有强大市场份额对航空公司而言是巨大的资产。在其他情况下，例如造纸和纸浆行业，一两个工厂低于行业平均成本就可以解释优秀的盈利能力和中等业绩之间的显著差异。产品需求旺盛的时候依赖某种产品，但企业在不可避免的需求降温时期需要替代性产品。同样，集中依赖某个客户是脆弱的，因为即使公司不犯错，这种关系也可能改变。

业务评论的许多方面都存在着主观因素，特别是关于策略和管理的评估更是如此。商业环境总在变动，公司也不断调整战术，可分析师仍然要就某一策略长期的有效性发表意见。评价管理层的才能同样很难，如果可以查到高层的从业经历，分析师必须判断其是否有助于他强大的管理技能。强有力的下属、竞争对手的错误以及好运气，都可能在一名经理人的成功中起很大的作用。分析师对于管理层的意见应尽可能地反映事实，而非出于想象。

业务评论是理解公司、判断其经营优势与劣势的工具。通过业务评论的各个部分，我们构造了一张公司前景的综合图画，并大致将其归类为初创期、成长期、成熟期、衰退期，许多部分的内容基于历史事实，但分析师也依赖于对影响未来销售收入和利润的力量进行判断。与行业分析结合起来，业务评论为分析师提供了正确的基础，可以开始进行财务分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第8章

公司财务报表分析

有了具体公司分析中得到的信息，分析师可以开展财务报表分析。本章介绍了真实环境中的财务报表，考虑了多种情形的实例。使用各种比率和可比公司的统计数据可以帮助我们分析、了解一家公司的盈利能力。

股票选择的过程中，很大一部分涉及对未来的预期。投资者通常是“内在价值”和“相对价值”学派的信徒，他们都将预测作为常规部分融入股票价值评估的过程中。但是，为了给预测公司表现构筑合理的基础，投资者必须理解公司的历史财务数据。前面章节的业务分析使分析师能够将产品创新、竞争及其他定性项目与销售和盈利变动联系起来。作为这一分析的定量补充，财务分析提供过去情况的统计摘要，最终都归结为所有追求利润的公司采用的共同准绳：货币。

研究报告模式示例

1. 引言
2. 宏观经济分析
3. 相关股市前景
4. 公司及其业务分析
5. 财务分析 ✓
6. 财务预测
7. 使用估值方法
8. 投资建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在很大程度上财务报表分析是一门失传的艺术。很少有商学院重视这一课题，金融专业的 MBA 学生毕业时只需要掌握会计及财务报表分析的基础知识。同时，华尔街和机构投资人并不重视对过往财务数据进行认真研究。研究部门忙于预测未来收益，没有时间去仔细推敲过去的财务数据。大多数机构持有的股票多达上百只，每年组合的换手率大约 2 ~ 3 倍，因此对某只持仓股票花精力认真研究还是值得的。

本章我们会一步步介绍如何进行财务报表分析。从整理原始材料开始，到计算各种比率，到最后的解读。财务比率可以和行业特定的指标相结合起来，对一家公司不断变化的盈利能力做出解读。历史的财务分析为未来的预测打下基础，未来盈利预测是商业估值的重要部分，我们会在第 11 章、第 13 ~ 14 章重点介绍。

开始调查

财务报表分析是调查的开始，很多从业者会将其与侦探相类比。为什么销售额会上升或下降？为什么利润改变？存货周转率的增加是否有什么原因？这些问题的答案在分析师准备进行财务预测的时候将派上实际用场。

对一家公司进行财务分析的前提假设是报表不存在误导与欺骗。如果报表经过了公开会计师事务所的审计（上市公司必须经过审计），则实质性虚假陈述的风险就很小。然而即使在注册会计师（CPA）的监督下，公司在使用会计处理方法上仍然有很大的灵活性，而且大多数情况下都是虚增收益。此外，每当新业务模式或金融创新繁荣之后，会计专业人士也会很快跟上，修改其会计准则和惯例。近期这已经让互联网和金融行业人士付出了惨重代价。允许自由的处理方法，却同时采用保守的分析，经注册会计师审计的报表也可能面临夸大的风险。尽管注册会计师时刻监督着欺诈行为，但他们偶尔也会被狡猾老练的客户所蒙蔽。事实上，股票市场上充满了深受不准确财务报表之害的投资者，而审计这些报表的注册会计师没有及时察觉到虚假账目。投资者对此最好的保护办法是透彻地研究该公司的财务趋势与会计政策，这可以提供问题的蛛丝马迹。会计政策的具体说明在会计报表的附注中可能找不到，因此这一研究需要打电话询问公司财务部门和公关人员。

既然意识到了财务数据可能是不准确的，分析师研究历史报表时就着眼于准备估计现在的盈利能力，这一估计被用作推算未来收益的基础。例如，假设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师得出结论：在去掉该期间的非经常性项目和资产出售后，Rainwell 公司过去 3 年的平均利润为 4 000 万美元；如果业务分析没有显示任何不寻常的迹象，并且假定其他因素保持不变，分析师有理由假定 2008 年合理的盈利目标是 4 000 万美元（见表 8-1）。

表 8-1 Rainwell 公司 （单位：百万美元）

	截至 12 月 31 日			
	实际		预测	
	2005	2006	2007	2008
销售	720	745	770	780
净利润[①]	38	42	40	40

①调整后的值，剔除了一次性项目的影响。

尽管有表 8-1 这样的例子，但仅仅基于过去的表现来预测收益就像看着后视镜开车，许多投资者落入这一陷阱并为错误付出了代价。但将未来与过去完全割裂也毫无道理，许多企业有相当稳定的预测因素存在，因而现在及刚刚过去的情况是预测未来很好的开端。

分析的原始素材

什么是历史财务分析的原始素材呢？我们从 3 张财务报表及其附注开始。

（1）利润表。

（2）资产负债表。

（3）现金流量表。

（4）财务报表附注。

这些报表中的数据为识别特定趋势和情况提供了丰富的信息。评估公司经营绩效的 4 个基本工具是：

（1）绝对数量变化；

（2）增长变化的百分比；

（3）归一化后的百分比值；

（4）财务比率。

这些工具通常应用于 3 ~ 5 年的时间段，因为年度之间比较是发现趋势以及反常情况的最佳手段。但必须知道，这种分析的工作量十分巨大，如表 8-2 所示，如果你对一年内 3 张报表中的每一个都应用上述 4 个工具，将得到公司当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年财务状况的 12 张快照，这意味着大量的数字分析。

表 8-2 财务报表分析矩阵——会计数据及分析工具

	绝对值	变动百分比	一般规模	比率
利润表	1	4	7	10
资产负债表	2	5	8	11
资金来源及运用	3	6	9	12

注：仅对 1 年的财务报表进行分析就需要 12 项分析。

幸运的是，技术进步减少了准备原始数据的工作量。有现成的数据分析软件包可以使用，分析师也可以使用 Lotus 或相似的软件，或者自己定制开发的分析程序。

财务报表分析手段的演变

大多数分析师从利润表入手，因其提供了获利能力的最好指标。获利是公司生存的关键，获利才能吸引资源、稳定客户基础、管理人才。

在早期，资产负债表而非利润表才是证券分析的重点所在。一想起（1929 年）大崩溃的情景，分析师们就在选股时采取了防守的态度。严肃的投资者避开那些超出账面价值的股票。他们对于杠杆十分谨慎，并且密切注意总资产/总负债比率。自 20 世纪 60 年代开始，资产负债表一统天下的局面彻底改变了（见表 8-3）。连年的通货膨胀、技术的迅速进步、兼并与收购浪潮以及对无形资产价值认识的提升，使得基于会计的资产负债表的解读价值下降，因为它过于注重有形资产，如应收账款、存货、厂房和设备。如今，股票市场赋予了无形资产和有形资产同样的价值，只要它们能产生利润。例如，2009 年 3 月道琼斯工业平均指数的价格是账面价值的 1.5 倍。

表 8-3 现代商业估值

资产负债表的重要性在下降

- **通货膨胀**：连年的通货膨胀削弱了有形资产历史账面价值与市场价值的相关程度，许多财务报表中的“折旧”账户带有误导性
- **技术**：高科技公司的涌现，其业务依赖于他们的智力资本，使 20 世纪 90 年代的股票价值评估不能仅仅基于资产负债表
- **兼并与收购**：大多数收购价高于账面价值，使买方商誉账户有很高余额。如果营业利润持续增长，则经济商誉价值会上升，从而使非现金摊销费用毫无意义
- **无形资产的确认**：更多懂行的投资者们接受了无形资产并不比有形资产廉价这一理念

无形的移动电话经营许可证的价值可以和固定电话公司几十亿美元的铜线、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电线杆、交换机的价值相比。一个著名的品牌名称（如香奈尔5号）价值可能超过所有生产该产品的设备。所以，近代的资产负债分析逐渐趋向于重视流动性及杠杆比率。负债何时到期？营运资本有何特点以及对现金流量有什么影响？

在特定行业及高杠杆率的情况下，充足的现金流量被一些分析师视为比账面盈利更好的判断公司经营业绩的工具。尽管在通常情况下获利能力和现金流量有密切的关系，许多会计分录却只对二者中的一个产生影响。于是，现金流量表分析得出的公司经营状况，既可能比利润表分析结果更好，也可能更坏。事实上，有些估值咨询师建议投资者彻底忘掉每股收益——使用市现率而不是市盈率这一指标。还有重要的一点是，贷款人更倾向于向有充足现金流而不是仅仅有固定资产的公司贷款。

现金流量表对于分析公司现金流向是有用的总结，并且它指出为了产生新销售收入与利润，需要多少现金投资。此外，它同利润表一起通过计算偿债比率可以提供公司的负债能力情况。

基本方法展示

作为财务分析方法的讲解，我们采用内曼·马库斯公司（Neiman Marcus）截至2005年7月30日过往3年的财务数据作为案例。内曼·马库斯公司是一家高档百货连锁店，在15个州开设了37家分店，2005年的销售额将近40亿美元。该案例分析非常有用，因为管理层在2005年公布了财务预测，我们可以把它和实际结果相比较。利润表及资产负债表摘要见表8-4。

表8-4 内曼·马库斯公司财务数据摘要 （单位：百万美元）

	财政年度截止日为7月30日		
	2003	2004	2005
利润表数据			
净销售收入	3 080	3 525	3 822
销货成本	1 995	2 228	2 386
销售费用、一般费用及管理费用	780	848	907
折旧	83	99	108
特别支出[①]	15	4	9
息税前利润	207	346	412
债务利息	19	19	16
税前利润	188	327	396
所得税	79	121	146

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	财政年度截止日为 7 月 30 日		
	2003	2004	2005
净利润	109	206	250
每股利润	2.30	4.19	5.02
资产负债表数据			
现金	207	368	854
营运资本	716	978	1 092
总资产	2 105	2 618	2 661
长期负债，减本年到期部分	325	325	250
股东权益	1 146	1 370	1 574

注：净利润上升速度超过销售，资产负债表变好，因为有了更多现金、更少负债。
①反映与商场关闭、会计政策调整、商誉摊销及出售个人信用卡业务相关的项目。

粗略浏览上面的信息后读者可以得出以下结论：①内曼·马库斯公司是盈利的，且盈利正在增长；②它的主要费用是销货成本，这对于转销产品的零售企业是正常的；③该公司杠杆比率相当保守，现金超过了长期负债；④每年的特别开支都削减了利润。

将一次性项目正常化

和很多公司一样，内曼·马库斯公司有些费用项目（从盈利中扣除）是不会重复发生的，这些一次性项目应当从经常性项目中剔除出来。从分析师的观点来看，这些项目使内曼·马库斯公司盈利能力变得模糊不清。我们对公司盈利能力的分析要去除这些一次性项目，使 2003 ~ 2005 年的数据正常化（见表 8-5）。

表 8-5 内曼·马库斯公司正常化的利润表数据

（单位：百万美元）

	财政年度截止日为 7 月 30 日		
	2003	2004	2005
原始 EBIT	207	346	412
加回：一次性项目	15	4	9
正常化后的 EBIT	222	350	421
债务利息	-19	-19	-16
正常化后的税前利润	203	331	405
所得税①	-85	-122	-149
正常化后的净利润	118	209	256

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	财政年度截止日为7月30日		
	2003	2004	2005
正常化后的每股净利润（美元）①	2.49	4.25	5.14
原始EPS（美元）②	2.30	4.19	5.02
差别（正常化后的EPS与原始EPS）②（%）	+8	+1	+2

①假定所得税与正常化后的息税前利润（EBIT）按比例增加。
②正常化后的EPS较原始EPS有了提高。

在将数据进行调整以更准确地反映未来潜力之后，分析师进入下一步工作，即分析每个项目以美元表示的绝对变化值。大多数分析师更愿意用眼睛直接观察变化，而不是像表8-6那样计算。

表8-6 内曼·马库斯公司经正常化后的财务数据，绝对数量变化

（单位：百万美元）

	财政年度截止日为7月30日		
	2003	2004	2005
利润表数据			
净销售收入	+150	+444	+297
销货成本	+74	+233	+158
销售费用、一般费用及管理费用	+26	+68	+59
折旧	-3	+16	+9
息税前利润	+53	+128	+71
债务利息	+1	0	-3
税前利润	+52	+128	74
所得税准备	+18	+37	+27
净利润	+34	+91	-47
每股净利润（美元）	+0.39	+1.76	-0.89
资产负债表数据			
现金	+28	+161	+486
营运资本	+118	+262	+114
总资产	+127	+513	+43
长期负债，减本年到期部分	+20	0	-75
股东权益	+112	+224	+204

注：销售收入的增加未转变为更高的利润，现金上升、债务下降，表明有富余现金流。

绝对值分析

2004年、2005年销售额的大幅跳升来自3个因素：①经济持续回暖，鼓励了人们购买奢侈品；②公司的客户逐渐认可了连锁店；③2003年新开的两家店

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始成熟稳定。经营性利润（EBIT）与销售额按比例增加，利润率略有上升；2005 年现金的增加反映了公司出售信用卡子公司的收入。把总资产增幅（6 830 万美元）中除去现金增加的 6 750 万美元，显示内曼·马库斯公司在只增加了一点营运资本（800 万美元）的情况下，大幅提升了销售额。

百分比变化

收入、净利润、现金流的增长百分比是支撑商业价值的关键动力。分析师能准确预测未来收益的能力很大程度上取决于他判断销售收入、费用和保持增长所需的额外投资三者之间关系的能力。以百分比变化表示的财务报表有助于做出以上判断。表 8-7 展示了内曼·马库斯公司的相关信息。

表 8-7 内曼·马库斯公司正常化后的百分比变化 （%）

	财政年度截止日为 7 月 30 日		
	2003	2004	2005
利润表数据			
净销售收入	+5	+14	+8
销货成本	+4	+12	+7
销售费用、一般费用及管理费用	+3	+9	+7
折旧	-3	+19	+9
息税前利润（EBIT）	+28	+58	+20
债务利息	+5	0	-16
税前利润	+29	+63	+22
所得税准备	+37	+43	-22
净利润	+27	+77	+22
每股净利润	+26	+71	+21
资产负债表数据			
现金	+16	+78	+132
（净）营运资本	+14	+37	+12
总资产	+8	+24	+2
长期负债	+7	0	-23
股东权益	+11	+20	+15

考虑到 2003～2005 年的年化通货膨胀率是 3%，由于其报表显示每年销售收入的变化百分比为 5%、14%、8%，内曼·马库斯公司看起来应该是一家成长型公司。由于 2002 年销售额的基数较小，同时零售商的杠杆通常也较低，该公司的盈利增速远超过销售增速。但是这 3 年的业绩掩盖了奢侈品零售业的周期性本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同比分析

财务分析的一种流行工具是共同比报表（common size statement，也称共同尺度报表或百分比报表）。在这种报表中，利润表及资产负债表项目被表示为相对于销售收入或总资产的百分比。由于会计结果被表示为同类项目的百分比，这类数据被称为“共同比”。表 8-8 显示的是内曼·马库斯公司的情况。

表 8-8 内曼·马库斯公司正常化后的共同比数据 （%）

	财政年度截止日为 7 月 30 日		
	2003	2004	2005
利润表数据			
净销售收入	100.0	100.0	100.0
销货成本	64.7	63.2	62.4
销售费用、一般费用及管理费用	25.3	24.1	23.7
折旧	2.7	2.8	2.8
息税前利润（EBIT）	7.2	9.9	11.0
债务利息	0.6	0.5	0.4
税前利润	6.6	9.4	10.6
所得税准备	2.8	3.5	3.9
净利润	3.8	5.9	6.7
资产负债表数据			
现金	9.8	14.0	32.1
净营运资本	34.0	37.3	41.0
总资产	100.0	100.0	100.0
长期负债	15.4	12.4	9.4
股东权益	54.4	52.3	59.2

共同比数据可以用来：①比较不同年度间的经营成果；②把内曼·马库斯公司与其他公司对比评估。上表显示获利能力相对于销售收入的百分比在上升。EBIT 从占销售收入的 7.2% 上升到 11.0%，而净利润从 3.8% 上升到 6.7%。上升的主要贡献之一来自销货成本，从占销售收入的 64.7% 下降至 62.4%。资产负债表数据显示现金大大增强，负债下降。营运资产占总资产的比率从 34.0% 上升到 41.0%，但是如果除去现金，营运资产的比率则有所下降，从 2003 年的 24.2% 降到了 2005 年的 8.9%。这些变化表明对资产的利用更加有效了。

现金流量表

现金流量表是展示现金怎样产生及其流向的蓝图。因为现金流量表没有像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“销售收入”或“总资产”一类项目以作为共同比项目，对它的分析需要使用与利润表及资产负债表不同的技术。此外，一些项目不存在进行年度间比较的基准。总之，现金流量表分析的作用是证实（或否定）前两个报表得出的结论。

现金流量表包含以下 3 个部分。

（1）经营活动产生的现金流。这部分概括了公司销售产品及服务产生的净现金，包括为支持业务而发生的营运资产变动。

（2）投资活动产生的现金流。这一部分列出固定资产的新增、处置以及收购的情况。

（3）融资活动产生的现金流。这一部分指出该公司获得资金的方法，或在某些情况下，多余的资金如何被利用。

对于内曼・马库斯公司，现金流量表说明它的现金主要来自经营活动，虽然 2005 年出售信用卡业务带来了额外现金收益。具体参见表 8-9。

表 8-9 内曼・马库斯公司现金流报表摘要

（单位：百万美元）

	财政年度截止日为 7 月 30 日		
	2003	2004	2005
经营活动产生的净现金	164	53	845
投资活动使用的净现金	130	-117	-229
经营现金流	34	-64	616
融资活动产生的净现金	-7	226	-131
净现金增加（减少）	27	162	485

负的现金流并不一定就是危险信号。很多成长型公司的现金流都很微薄甚至为负，原因是为了支持增长必须进行投资。相反，成熟型和衰退型公司可能有正的现金流量，但分析师必须权衡：在面对竞争威胁时这一情况是否还能得以保持。不论哪一种情况，分析师都应该问如下问题：公司的新增投资是否能产生可以接受的回报率？还是简单地支付更多股息就好？例如，2007 年有些激进投资者呼吁麦当劳的管理层把公司作为现金流业务来发放股利，而不是把钱投资到没有把握的前景上。

分析师经常提倡使用“自由现金流”（free cash flow，FCF）这个指标。它将经营活动、投资活动、融资活动产生的现金流量结合在一起。这个指标最好的使用方法是计算其 3 ~ 5 年的移动平均数。如果是一到两年的期间，流动资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产、大型投资、特别的一次性融资带来的巨大差异减弱了自由现金流的效果，就如同内曼·马库斯公司的现金流量数据中的巨大差异所显示的（见表8-10）。

表8-10 内曼·马库斯公司现金流 （单位：百万美元）

	财政年度截止日为7月30日		
	2003	2004	2005
经营活动产生的现金流			
净利润	109	205	249
将净利润调整为经营活动产生的现金流			
折旧	83	99	107
出售信用卡部门	—	—	534
其他项目	49	64	40
	241	368	930
经营性资本和负债的变化值			
（减）应收账项的增加	-36	-287	-71
（减）存货的增加	-30	-33	-38
（加）应付账项的增加	18	40	35
其他净值	-28	-35	-11
（1）经营活动产生的现金净额	165	53	845
投资活动产生的现金流量			
固定资产开支	-130	-120	-203
其他投资	—	3	-26
（2）投资活动产生的现金净额	-130	-117	-229
融资活动产生的现金流			
借款	—	225	—
借款偿还	—	—	-112
现金股利	—	-12	-27
其他项目	-7	12	9
（3）融资活动产生的现金流	-7	225	-130
（1）+（2）+（3）=现金净增加（减少）	28	161	486
年初的现金余额	179	207	368
年末的现金余额	207	368	854

注：经营性活动产生的现金流量被重新投资于业务经营，提示有从外部融资的需求。

比率分析

比率分析将利润表、资产负债表及现金流量表的项目相互联系起来。如同前面讨论过的其他分析一样，比率分析提供了评价公司现状及预测未来表现趋势的一些线索。比率分为4个大的类别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）**盈利能力比率**。衡量资产回报率和权益投资回报率。利润率在共同比利润表中表示为销售收入的百分比，这就是一种盈利能力比率。

（2）**周转能力比率**。衡量公司管理其资产的效率。

（3）**信贷比率**。衡量公司偿付债务的能力、当前的杠杆比率以及相应的财务风险。

（4）**增长比率**。衡量公司扩展业务的情况，是价值评估的关键标准。

大多数行业的财务比率长期来看都表现得很一致，当比率分析中出现不合拍的结果时，比率失调或极度差异的原因就成为进一步研究该公司的焦点，会计学教授约翰·迈尔（John Myer）在 50 年前提出的四步分析法如今仍在使用。

调查财务比率的变化

（1）将相关公司的财务比率与行业标准及历史情况做比较。

（2）检查比率的历史趋势。

（3）分析比率中各个组成部分的表现。

（4）关注影响各成分变量的经营背景发生了什么定性变化。

例如，表 8-11 显示 3 家公司的销售收入/应收账款比率下降，从 2007 年的 6 倍降至 2008 年的 5 倍。在 3 个案例中比率都改变了，但原因各不相同。

表 8-11 3 家销售/应收账款比率下降的公司

（除比率外，单位均为百万美元）

	销售收入	应收账款	销售收入/应收账款
成长型公司			
2007	600	100	6.0
2008	700	140	5.0
2007 基期 = 100%	100%	100%	
2008	117	140	
成熟型公司			
2007	600	100	6.0
2008	590	118	5.0
2007 基期 = 100%	100%	100%	
2008	98	118	
衰退型公司			
2007	600	100	6.0
2008	500	100	5.0
2007 基期 = 100%	100%	100%	
2008	83	100	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师注意到3家公司在2007年比率为6倍，同样在2008年下降至5倍。要做的第1步是：与行业标准做快速比较。整个行业的销售收入/应收账款正常水平是5.5倍。第2步是观察变化。比率在2007～2008年里下降趋势很明显。第3步，分析师指出变化背后的统计原因。

成长型公司： 销售收入和应收账款同时上升，但应收账款上升更快。
成熟型公司： 销售收入下降而应收账款上升。
衰退型公司： 销售收入与应收账款同时下降，但销售收入下降更快。

比率分析继而转向研究这些差异背后的商业原因。到目前为止，行业分析和公司分析都概括了收入变化的原因（销售数量和/或单价的变化）以及影响销售收入的定性因素。找出应收账款变动的原因需要调查以下两个方面：①外部原因，诸如顾客的付款能力；②内部原因，如催收款政策的改变或更为宽松的信贷条件。回答这些问题的过程就是比率分析的第4步。

从以上展示的例子我们可以看出，比率分析并不仅仅是对历史统计数据的编辑，比率的计算可以显示出经营管理的方式，与正常趋势或行业标准的显著差异都需要进一步研究。

内曼·马库斯公司的比率分析

表8-12显示了内曼·马库斯公司的一些精选比率，分为4个类别：盈利能力比率、周转活动比率、信贷比率和增长比率。

表8-12 内曼·马库斯公司的一些精选比率

	财政年度截止日为7月30日			
	2003	2004	2005	趋势
盈利能力比率				
净利润/平均股东权益（%）	10	16	17	上升
EBITDA/总资产（%）	11	19	20	上升
周转活动比率				
销售额/平均总资产	1.5	1.5	1.4	平稳
平均库存/销货成本	3.0	3.2	3.2	平稳
信贷比率				
流动资产/流动负债	2.4	2.3	2.8	上升
总负债/股东权益	0.2	0.3	0.2	平稳
EBIT/利息	12	18	26	上升
EBITDA/平均债务成本	6	6	8	上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	财政年度截止日为 7 月 30 日			
	2003	2004	2005	趋势
增长比率				
2001～2005 年				
销售收入（%）	6			
EBITDA（%）	17			
净利润（%）	23			
每股利润（%）	21			

注：比率趋势基本上稳中有升，因为公司受益于经济复苏。

这些财务比率给我们描绘了一幅公司表现稳健强劲的图景。盈利能力比率显示股东回报从 10% 上升到 17%，当时"AA"级公司债券年收益率为 5%，内曼·马库斯公司提供了相当有溢价的回报率。活动比率表明，提升存货周转率上有了一些进步，而这是零售业务的一个重要因素。信贷比率显示了财务状况的实力。流动比率从 2.4 上升到 2.8，偿债比率有所进步。增长比率为公司吸引了投资者的目光。销售收入年平均增长 6%，但 EPS 增长率达到了飞速的 21%。总体而言，比率分析给内曼·马库斯公司描绘了一幅令人愉快的景象。

另一方面，积极的趋势使借款人参与到对公司 50 亿美元的收购中，收购于 2005 年 10 月完成。

在前面的财务分析中，我们通过研究标准比率及财务数据得出一些暂时性的结论，但是要记住每种情形都是独一无二的。解读财务表现的艺术在于选取调查的焦点。哪些比率意义重大？哪些趋势更为重要？哪些是最好的比较指标？使用过去的结果预测未来表现有多可靠？从开始一切详细分析之前认真考虑这些问题，可以为分析师节省大量时间。

除了公司财务报表分析以外，与之相辅相成的是行业特定角度评估。大多数公司都提供所在行业的统计数据（或者是研究员根据可用的信息自己计算），长久以来这些数据被证明是有用的指标。零售行业也不例外。表 8-13 列出了一些行业数据。

表 8-13 内曼·马库斯公司，行业数据

	财政年度截止日为 7 月 30 日			
	2003	2004	2005	趋势
"同店销售额"增长率（%）	4.1	14.4	9.9	上升
来自于收购或新商场的增长（百万美元）	79.6	—	—	下降
每家商场平均销售收入（百万美元）	67.8	77.0	86.2	上升
每平方英尺[①]营业面积销售收入（美元）	475	528	577	上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	财政年度截止日为 7 月 30 日			
	2003	2004	2005	趋势
每平方英尺营业面积销售收入增长率（%）	-1.2	11.1	9.3	上升
雇员人均销售收入（千美元）	195	206	220	上升
商场数	37	37	36	下降

① 1 平方英尺 =0.092 903 平方米。

由于零售商能够凭借新开设商场轻松地增加销售额，分析师把来自原有商场的销售增长同来自新开商场的增长区分开来。这个统计数字被称为“同店销售额”的增长率。对该数据分析可以显示零售商在没有资本扩张（新商场）的情况下，内生的增长力量。2003～2005 年内曼·马库斯公司的同店销售额增速超过了通货膨胀率，说明公司销售增长基线的前景良好。销售效率（用每家商场平均销售收入、每平方英尺营业面积销售收入、雇员人均销售收入（千美元）来衡量）也是监控业绩的指标。如果该数据中去除通货膨胀的影响，内曼·马库斯公司获得了真实增长。唯一负面的指标是每平方英尺营业面积销售收入在 2003 年下降了 1.2%，主要是由于 2003 年新开了 2 家店。当这 2 家商店步入正轨后，每平方英尺营业面积销售收入就可以达到平均水平。

可比公司分析

对公司的历史财务分析并非在真空中进行。统计数据、比率、利润率等数字本身并无任何含义，它们必须拿来做比较才有用。很多时候取决于所处的行业。例如，股票经纪公司的流动资产占很大比重，其杠杆率比家庭装修零售商要高很多，后者的主要资产是房产和商品存货。然而，当放在同行业中进行评价时，单个公司的财务数据便具有了新的含义，构成比较和得出分析结论的基础。基于这个原因，财务数据要同本行业其他公司的数据相比较。作为研究对象的公司将与同行们一起考虑。它比竞争对手做得更好还是更差？它的关键指标达到行业均值了吗？它的趋势是否同行业趋势保持一致？这些问题的答案将有助于评价相关公司的业务状况。

2005 年，除了内曼·马库斯公司，还有两家奢侈品百货连锁公司上市交易：诺德斯特龙和赛克斯公司（Saks，Inc.），下面是两家公司的介绍。

（1）诺德斯特龙旗下有 101 家高档商场。截至 2005 年 1 月 29 日，该财务年度的销售额和净利润分别是 710 亿美元和 3.93 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）赛克斯公司旗下有54家“赛克斯第五大道”百货商店。截至2005年1月29日，该财务年度的销售额和净利润分别是640亿美元和0.61亿美元。

由于内曼·马库斯公司、诺德斯特龙、赛克斯公司在规模上很相似，但又不完全一样，可比数据用共同比的百分比和比率形式展示会更有用。相关信息如表8-14所示。

表8-14 高档奢侈品连锁商店的可比公司，共同比数据，2005财年 （%）

	内曼·马库斯公司	诺德斯特龙	赛克斯公司
利润表数据			
净销售收入	100.0	100.0	100.0
销货成本	62.4	60.2	65.2
销售费用、一般费用及管理费用	23.7	28.3	27.6
折旧	2.8	3.7	3.6
息税前利润（EBIT）	11.0	7.8	3.6
债务利息	0.4	-1.0	-1.7
其他收入	—	2.4	—
税前利润	10.6	9.2	1.9
所得税准备	3.9	3.6	0.8
净利润	6.7	5.6	1.1
资产负债表数据			
现金	32.1	7.8	2.2
营运资本	41.0	28.9	24.2
总资产	100.0	100.0	100.0
长期负债，减本年到期数	9.4	22.3	34.6
股东权益	59.2	38.8	44.3

注：内曼·马库斯公司的利润率比竞争对手略高，资产负债表的杠杆率更低。

根据利润表的数据，内曼·马库斯公司的EBIT/销售收入比率较其他两家竞争者更好。销售成本居中，为62.4%，但是公司的销售费用、一般费用及管理费用较低。纯收入数据，即净利润/销售收入比率，在全组里是最高的。资产负债表的项目显示内曼·马库斯公司的杠杆率较低。诺德斯特龙和赛克斯公司都有比较低的流动资产/总资产，比较高的负债/总资产。

可比公司分析显示，内曼·马库斯公司的盈利能力可以排第二，信用质量排第1。它的营运周转能力数据最低，反映了其存货相对较高的本质，可能会导致周转率更低（见表8-15）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-15 2005 财年可比财务数据分析

	内曼・马库斯	诺德斯特龙	赛克斯公司
盈利能力比率			
EBITDA/平均总资产（%）	17	17	10
净利润/平均股东权益（%）	20	24	4
活动能力比率			
销售额/平均总资产	1.4	1.6	1.3
平均存货/销货成本	3.2	4.5	2.7
信贷指标			
流动资产/流动负债	2.8	1.9	2.2
总负债/股东权益	0.2	0.6	0.7
EBIT/利息	8.1	7.2	2.0
增速指标——最近 5 年			
销售收入（%）	6.3	6.6	-0.6
EBIT（%）	16.4	43.2	-9.8
税前利润（%）	23.1	34.2	-1.0
净利润（%）	21.4	31.1	-12.0

过往 5 年增速显示了零售行业本身固有的营运杠杆。内曼・马库斯公司和诺德斯特龙每年销售收入增速是比较温和的 6%，但是 EPS 增速可以分别高达 21.4% 和 31.1%。赛克斯公司在大量并购之后的内部消化上存在问题，呈现较平缓的增长。

行业特有指标显示出，内曼・马库斯公司在 2005 年超越行业，同店销售额增速超过了其他竞争对手，每平方英尺营业面积销售收入高达 577 美元（见表 8-16）。另外，每平方英尺营业面积销售收入部分来自于内曼・马库斯公司销售的商品价格比诺德斯特龙和赛克斯公司都要高。相应的代价是，其存货周转率比诺德斯特龙要低，从而投资回报率也较低。

表 8-16 行业特有指标

	上一个财年：2005 年		
	内曼・马库斯	诺德斯特龙	赛克斯公司
同店销售额增长率（%）	9.9	8.5	5.3
来自收购或新设商场的销售增长率（%）	-1.5	2.0	1.0
每平方英尺销售面积的平均销售收入（美元）	577	347	274

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内曼·马库斯公司财务分析的总结

任何可比分析都会受制于这样的事实：没有任何两家公司是完全相同的。另一个缺点在于：同一行业中的不同公司也会采用不同的会计方法。最后，过去的表现只是可能引导走向未来的成功，历史财务分析仅仅是决定财务预测和公司评估的基础，对于分析师来说不是全部。

从内曼·马库斯公司的财务分析，我们得出以下结论。

- 销售增长反映了良好的同店销售额业绩，而不是来自于收购（新商场）。销售额的增长部分来自 2000～2001 年衰退之后的美国经济复苏，零售行业属于周期性行业。
- 利润增长比销售增长更为强劲，显示了公司的营运性杠杆。
- 流动性和信贷比率排名很靠前，并且内曼·马库斯公司有大量的现金储备。
- 可比公司分析表明，内曼·马库斯公司处于两家关键竞争对手之间的水平。

证据显示，内曼·马库斯公司经营业绩稳健，资产负债表较为谨慎。出于这一结果，以及公司低科技行业的本质，公司管理层在 2005 年年初收到了 100 美元/股的杠杆收购邀约。私募股权基金和机构贷款人在当年稍晚的时间积极地为该项交易提供融资。

管理层的预测

为了考察历史数据分析与预测之间的相互印证关系，我们考察一下内曼·马库斯公司管理层在 2005 年提供的预测。在杠杆收购之后，新的内曼·马库斯的债务/股东权益比率为 3:1，表现了贷款方愿意对未来的现金流发放贷款。总计 40 亿美元的债务融资中有一个关键性因素就是管理层的预测，其展示了在大多数华尔街预测中都可以找到的乐观态度：历史趋势会继续延续，销售额上升，营业利润率上升，营运资本收缩。但是，衰退、新的竞争者都未曾在假设中考虑（见表 8-17）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-17 内曼·马库斯公司管理层预测的报表和运营数据

（单位：百万美元）

	截至 7 月份的财年				
	2006	2007	2008	2009	2010
销售收入	4 082	4 375	4 779	5 191	5 549
毛利润	1 793	1 921	2 099	2 278	2 438
EBITDA	543	602	665	729	779
息税前利润（EBIT）	433	478	526	577	618

预测假设：无经济衰退 经济会持续繁荣。

非常重要的一点是，该预测假设美国经济没有衰退，尽管事实上美国经济平均每 7 到 10 年就会出现一次衰退。以 2000 ~ 2002 年期间的衰退为例，内曼·马库斯公司的销售仅仅上涨了 1%，净利润下跌了 26%。

预测假设：销售额 销售额的年复合增速是 8%，反映了通胀、同店销售额增速、其他几家新店的因素。

2006 和 2007 年，销售增速比预测值要高。

预测假设：毛利率 毛利率稳定在 44%，和上年保持不变。

事实上，毛利率比预测值仅略微高了一点。

预测假设：息税折旧前利润率 息税折旧前利润率过去 5 年期间大约是 1%，反映了高端百货零售业的高营业杠杆特性。

息税折旧前利润率比预测值上涨的更多，由于毛利率上涨，且销售费用、一般费用和管理费用（按销售额的百分比）在新所有权体制里下降了。

2006 ~ 2008 年实际情形

如果把管理层的预测值和实际值对照起来看，会非常有意思。毕竟，谁能比公司管理层做出对公司更好的预测呢？表 8-18 将截至 2008 年 7 月的过往 5 年的实际结果与预测数据做了对比。

表 8-18 内曼·马库斯公司财务数据摘要 （单位：百万美元）

	截至 7 月 30 日的财年		
	2006	2007	2008
销售收入——预测值	4 082	4 375	4 779
销售收入——实际值	4 029	4 390	4 600
EBITDA——预测值	543	602	665
EBITDA——实际值	514	685	515

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际销售收入接近于管理层的目标，实际的 2006 年、2007 年的 EBITDA 超过了管理层设定的目标，因为关于毛利率以及销售费用、一般费用和管理费用的假设被事实证明有些保守。在本案例中，管理层有动机把预测值设定得低一些，以确保私募股权基金的收购价格（以及管理层自己出钱认购的那份）能够低于市价。内曼·马库斯公司的表现超过了预测值，使得私募股权基金在 2007 年考虑将公司上市。但随着次贷危机显露端倪，该上市计划被搁置；经济状况促使消费者节俭开支，并导致 2008 年公司的 EBITDA 开始下降。

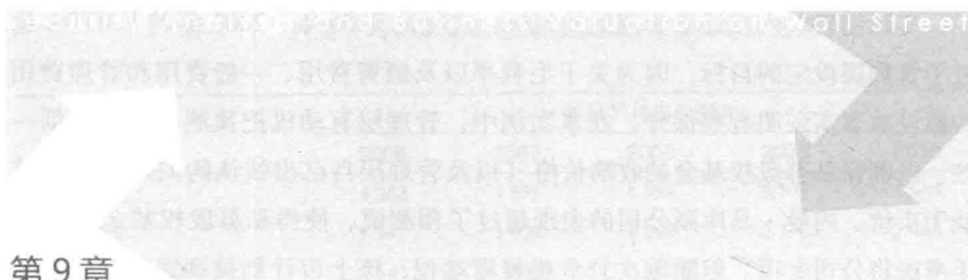
小结

对一家成熟型公司的未来前景的评估是基于其过往历史。于是，在对未来情况做预测之前，先是对历史的财务分析。该分析使用财务报表作为原始素材，以及四种分析工具：绝对数量、变化百分比、共同比报表和财务比率。潜在的投资者还计算行业特殊指标以衡量公司的运营健康状况。所有这些信息都用来与可比公司的数据进行比较。

经验丰富的从业者会以挑剔的眼光来审查财务报表。会计师事务所做的远远不够，并且管理层有随意利用会计方法的动机，这将掩盖真实的经济收益。此外，在某些特定情况下，人们使用现金流指标来替代会计利润。

分析师在研究一家公司、做盈利预测时，有时会爱上一只股票，看问题的视角犹如戴上了玫瑰色眼镜。最好是将一切预测及时与最新情况做对比，视角放得更实际一些，要考虑到未来经济下行的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第9章

会计数据的局限性

很多美国大型企业都受到过会计丑闻的影响，也给投资者带来了巨大的损失。大多数公司高管的薪酬都和财务业绩直接挂钩，所以管理层也有动机来操纵会计数据，以增加个人收入。由于公司管理层和帮助造假的公共审计师很少受到严重处罚，会计问题一而再、再而三地出现。

如前面章节所述，聪明的财务分析中，包括对公司业务的了解，包括对财务报表细致的审读。由于财务数字是从会计报表得来的，从业者必须意识到，会计数据在描绘公司财务状况方面是有局限性的。现代公司的复杂性和新技术、行业、金融工具的进步，使得审计师的工作越来越具挑战性。这些凸显了商业估值中勤勉和批判性态度的价值。

许多证券分析的初学者视财务报表为绝对货币价值的反映。不管怎样，这些报表经由四大会计师事务所审计，经过了公司董事会的审查，也通过了证监会的审查。它们是得到了专家与政府官员认可的。进一步支持精确反映意见的，是这些报表之间的紧密勾连、丝丝入扣，利润表与资产负债表一脉相承，而且两种报表都提供了现金流量表的原始信息。所有账户完美地平衡，财务报告以会计师的正式签名作为前言，以众多解释会计政策和披露事项的附注结束。

这些数字精确性的外表掩盖了背后的真相：许多会计分录并没有实际交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易背景，没有真实的货物转移或金钱易手的证据。实际上，相当一部分账目在很大程度上依赖于管理层和公司审计人员的职业判断。在理想状况下，这些判断能提供给财务报表的使用者（例如证券分析师），对公司财务状况的恰当解释。

固定资产账户是历史会计记录缺点的一个绝佳例子。特定资产的经济寿命在不同的公司之间差异巨大，该项资产的折旧支出仅仅是从会计角度上的“最佳猜测”，尤其是当资产有独特属性时更是如此。同样，资产负债表上记录的资产价值（减去折旧后的净值）也是用来满足那些关心原始成本的读者的好奇心，通常并不具有经济意义。虽然如此，却没有更好的替代方法。假如公司在近期内没有重置该资产的计划，那么重置成本几乎没什么用。“清算价值”在公司运转正常的情况下，也没多少意义，而“使用价值”很难从公司运营的整体中分割出来。传统的会计做法最后还是占了优势。

会计专家们深知今天会计体系的局限，并且努力改善会计方法，以适应不断改变的环境。然而，会计师告诫分析人员，不要完全照搬阅读会计报表。专家们反复强调，谨记下面的纪律：

> 财务报表是准备给管理人员看的关于业绩的定期报告。它们反映会计期内各种投资的状态及结果。
>
> 它们反映的是事实、会计惯例、个人判断的结合体，深受惯例和判断的影响。健全的判断必然依赖于判断者的能力与诚信，以及他们对会计准则与条件的遵循。

上面这段话表明，适当的财务调查应该超出研究财务报表的范围。它涉及小心翼翼地研究财务报表的附注、同公司财务主管交谈。

投资者一次又一次地被欺骗，仔细研究过的公司财务状况表明情况令人满意，而实际情况却远非如此。如果粗略的研究已经暴露出警示信号，分析师自然就知道应该进行深入的分析，而不能抄近路。不幸的是，这种情况并不常有，许多分析师缺乏足够的会计训练，而且被迫将注意力仅仅集中于未来增速上。华尔街对会计报告的审查并不严格，一些公司屡屡在虚无缥缈的事实上描绘一幅浪漫的图景，最后逃脱。

市场上会计不合格的问题是常态，最近的趋势表明，成瘾的不仅有投机性的小公司，也扩展到了大型的蓝筹公司。例如在 2006 年 12 月，住房按揭贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领域的巨人房利美减记了其2002年、2003年、2004年的盈利达50亿美元，早先的声明使公司市值下跌了350亿美元。在2007年和2008年，很多一流的商业银行和经纪商对住房按揭贷款、公司贷款、结构化投资等会计有问题的资产进行了大额减记，导致股东们损失数十亿美元。但是没有管理层被开除，也没有人被处罚或逮捕。

安然事件后，很多法规发生了变化，例如，《萨班斯-奥克斯利法案》意图在限制这种不负责任的行为，但是起到的作用有限，对广泛存在的问题效果只是像邦迪创可贴一样。宾夕法尼亚州立大学会计学教授爱德华·卡茨（Edward Katz）这样描述问题："会计本身的脆弱，四大会计师事务所审计不力，证监会没有真正施加影响。"

基本会计问题

虽然说现有的会计体系运行良好，分析师还是经常遇到6类问题使他们的工作复杂化。前3个是影响许多分析的国际性问题，另外3个则与特定公司有关。

国际性问题	有关特定公司的问题
1. 金融公司及产品的会计	4. 管理层对会计政策的自主判断
2. 收购与兼并的增加	5. 披露
3. 国际会计准则的区别	6. 潜在的欺诈

本章会讨论这些问题，并看看它们对特定的会计分录是如何影响的。

国际性问题

金融公司的兼并与收购，以及国际型公司对国际上的各个发行人提出了类似的问题。我们在本章会讨论这一问题。

金融公司及金融产品的会计

从20世纪80年代早期开始，收购与兼并行为迅速呈现爆炸式增长。在90%的交易中，收购方的支付价格超出了被收购方的有形资产账面价值（定义为有形资产净额减去负债）。由于大多数收购方在会计上采用并购法，必须对出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售方的账面价值向上修正。很多情况下，这种修正不能完全覆盖超出账面价值的溢价，于是大笔金额被记到“商誉”和“可确认的无形资产”项下。资产价值上调以及新的无形资产都需要指定摊销期限，并且最好能与其经济寿命相吻合。摊销费用从收购方的收益中扣除。一家经常进行并购交易的公司，比起依靠内生发展的公司，其折旧寿命和经济寿命之间的差别更大。分析人员解决这一问题的方法是计算公司财务业绩的“线上部分”。他们考察“折旧与摊销费用、息税前利润”以取代“净利润”作为主要指标。净利润的另一个替代品是“自由现金流量”和经济增加值（economic value added，EVA）。

表9-1概括了Dove Equipment收购Falcon Manufacturing以组建新公司时的资产修正。表9-2列出了分析师的困境：如何比较新成立的公司和竞争对手Telright Corp的每股盈利（EPS）呢？结果很相近，却又有区别。两家公司的销售收入与EBITDA都相同，但Telright公司的每股盈利较高，因为摊销费用减少了新公司的净利润。

表9-1　Dove Equipment以10亿美元收购Falcon Manufacturing后，成立新设公司Newco——资产负债表数据　（单位：百万美元）

	Dove Equipment	Falcon Manufacturing	调整	Newco 形式上的合并后报表
资产				
流动资产	500	225		725
固定资产	500	225	+100①	825
商誉	—	—	+300①	300
可辨认无形资产	—	—	+300	300
总资产	1 000	450	700	2 150
负债及股东权益				
流动负债	300	150	—	450
长期负债	100	—	+600②	700
			-300③	
股东权益	600	300	+400③	1 000
总负债及股东权益合计	1 000	450	700	2 150

①10亿美元的收购价超出了Falcon公司3亿美元的净资产7亿美元，超出的7亿美元分配于：固定资产1亿美元，3亿美元商誉（未摊销），3亿美元可辨认无形资产（例如客户名单、品牌价值，摊销期超过10年）。

②发行6亿美元新债为合并进行融资。

③注销Falcon公司股东权益，并发行新的4亿美元股东权益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-2 相似的公司，不同的会计处理 （单位：百万美元）

比较资产负债表数据		
	Newco Combined	Telright Corp.
资产		
流动资产	725	725
固定资产	825	825
商誉	300	—
可辨认无形资产	300	—
	2 150	1 550
负债及股东权益		
流动负债	450	450
长期负债	700	700
股东权益	1 000	400
	2 150	1 550
比较利润表数据		
	Newco Combined	Telright Corp.
收入	3 000	3 000
EBITDA	250	250
折旧	100	100
无形资产摊销	30	—
EBIT	120	150
利息	50	50
税前利润	70	100
所得税	42	40
净利润	28	60
每股净利润	2. 80	6. 00
流通股数	10	10

注：Newco 和 Telright 在各方面都很相似，除了并购项目影响到了每股盈利数据以外。

公司收购价格超出净有形资产的程度越来越多。在 1988 年，有形资产净值占收购价格的 40%。到 1998 年，这一比例下降到只有 20%。麦肯锡公司的洛厄尔·布赖恩（Lowell Bryan）指出：“历史上的会计估计低估了无形资产的价值——人员、商标、专利、软件、客户群，等等，诸如此类——这些对盈利有贡献。”作为证明，通用磨坊（General Mills）、凯洛格（Kellogg）、卡夫食品合计持有的有形资产不超过 300 亿美元，而它们合计的股票市值超过 800 亿美元！

当然，品牌、商誉以及其他无形资产的价值会发生变化。这就是为什么被收购后的公司要每年重新评估一次此类价值。Schwinn 品牌过去曾代表优质的自行车，现在对于消费者来说已经成为遥远的回忆。瑞士信贷收购帝杰证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Donaldson，Lufkin & Jenrette，DLJ）是冲着它久负盛名、深厚的客户基础和银行业经验，但交易过后 DLJ 公司的很多资深雇员离开并加入了竞争对手，带走了很多客户。

公司倾向于使用长得不切实际的寿命来推升短期业绩。这需要分析师在分析公司财务状况时特别留意。

国际会计准则的区别

随着金融越来越国际化，对投资者很重要的一点是要知晓美国和国际会计准则之间的区别。那些在美国交易所上市的外国公司通常要按照美国的会计准则来编制报表，很多在非美国交易所上市的大型企业使用国际财务报告准则（International Financial Reporting Standards，IFRS）。IFRS 和美国的通用会计准则（Generally Accepted Accounting Principles，GAAP）在很多方面很相似，会计专业人士和美国证券交易委员会的目标是随着时间推移将二者逐渐融合。在新兴市场，公司使用当地的会计准则，可能在很多方面都和美国的 GAAP 有巨大区别。目前来看专业人士还必须熟悉这些差别。

有关特定公司的问题

对于金融工具、收购、国际业务的会计处理是许多行业中存在的一般性问题，而且分析人员知道提出疑问并进行调整以适应经济角度的现状。这一工作同样须在特定公司上进行，因为即使是相同的公司按会计惯例处理也会有差异存在。这一差异的最主要来源是管理层操纵。通用会计准则（GAAP）允许财务报表的不同编制者按不同的方式处理同一笔交易。结果造成分析师不仅需要考虑给定的会计方法的经济适当性，还要检查公司管理层将它运用于具体情况的方式。

管理层的自主判断

管理层选择会计政策时的随意性是证券分析师的大敌，证券分析师需要注意会计方法在不同时期之间和行业内的一贯性。正如我们在内曼·马库斯公司的例子中看到的，财务报表分析集中于一系列连贯的报表。特别是注意观察从一个会计期间到另一个会计期间的变化。如果管理层在期间改变了会计方法，对财务数据的解读就没有多大意义。同样，分析和评估内曼·马库斯公司财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状况的一个重要部分是与类似企业相比较。顺理成章的是，用于比较的会计数值也应该是基于相似的会计方法。行业内的显著差异会削弱比较的基础，如表 9-3所示的行业间例子。大陆航空对飞机的折旧期定为 30 年，比其他公司显得更加随意。

表 9-3 航空公司行业最长的飞机折旧年限

公司名	（折旧）年限
阿拉斯加航空	20
美国航空	25
大陆航空	30
西南航空	23
全美航空	20

资料来源：Center for Financial Research and Analysis.

这并不是说每家企业在会计处理上不能存在个性，但公司账户中的基本元素应该同竞争者一致。不幸的是，一些管理人员利用这一灵活性来编制既不反映经济事实，也没有反映行业惯例的财务业绩。管理层在制定会计政策时并不是无辜的旁观者，管理层主动地参与独立会计师事务所编制公司财务报表的工作，会对会计政策的选择产生影响。收入是应该 100% 被立即确认呢？还是延迟确认 20%，以反映未来的售后服务及其他责任？对于按进度确认收入的工程，认为它完成了 50% 还是 60% 呢？预计的利润率是多少？即使是经验十足的独立会计师，在回答这些问题时也需要管理层的协助。

此外，会计行业也经历了转变，在许多分析人员的眼里，他们的客观性受到了损害。在 20 世纪 60 年代和 70 年代，会计行业好像绅士俱乐部，举止粗俗的人会遭到排斥，标准非常高。会计师事务所从不做广告，也不直接招揽业务。随着 20 世纪 80 年代早期美国反托拉斯法的实施，会计师事务所开始做广告和开展其他业务，例如咨询业务，该业务的顾客正是其审计的对象。如今这些业务中某些已经被拆分出去了，但是潜在的利益冲突影响依然存在，对会计师事务所不断抬高底线的压力也依然存在。分析师们清楚独立审计师并非在象牙塔中经营，他们可能有和其他商人一样的缺点，例如会偶尔变通一下规则。因此，尽管大部分财务报表编制合理，分析人员仍然不能对管理层判断和审计报告给予盲目的信任，他必须看透这些数字背后的真相。

公司管理层 vs. 证券分析师

尽管通用会计准则（GAAP）有其自身内在的灵活性，管理层有时还是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可避免地受到向大众提供误导性信息的诱惑。通常这么做的目的在于使经营成果粉饰得更加好看。在少数情况下，公司可能隐藏利润表和资产负债表的价值，或为了节省税收，或为以后年度保留利润。管理层的战术经常是采取“自由记账”的形式，例如采用不现实的超长资产摊销年限或故意低估坏账费用。另外一些时候，财务报表通过遗漏而造成误导。管理层忘记对一项表外业务做说明，或忘记了烦人的官司，解释为“不重要”。在严重的情形下，这种操纵导致欺诈，管理人员有目的地对审计人员隐瞒账目，编造会计凭证（见表 9-4）。

表 9-4 管理层夸大公司财务状况的手段

会计方法的选择	通用会计准则（GAAP）允许公司与注册会计师协作以确认特定收入与费用如何登记。管理层可能故意选择并不反映经济事实的会计处理方法
资产估值	金融资产和无形资产非常难以估值。审计师可能缺乏定期评估资产价值的专业知识。在 2008 年，仅仅 6 个月的时间 UBS 减计了 370 亿美元的次贷
负债评估	某些特定负债，尤其是养老金和医疗福利，受到一系列的假设的影响，而这些假设与管理层主观判断有关。通用汽车（GM）有 700 亿美元的负债，可能随时随着假设上升或下降
表外项目	关于公司可以把哪些项目放到表外、需要什么样的披露，通用会计准则（GAAP）有详尽复杂的规定。在 2008 年，全球银行业巨人汇丰银行（HSBC）关闭了 2 个之前设立的、本应认为是独立的结构性投资实体（SIV），并把 400 亿美元并入表内，导致汇丰的股东们损失了几十亿美元。但是此前的 SIV 结构是如何逃过审计的呢
披露部分	报表附注和管理层意见可能模棱两可、有误异性、有遗漏，阻碍分析师发现真相
欺诈	在极端的情况下，管理层通过欺诈的手段创造销售收入和利润，凭空捏造报表，例如伪造收据和重开发票。即使是熟练的审计师检查在精明的伪造时也会遇上困难，如安达信会计师事务所的风险管理合伙人克里斯 · 纳恩（Chris Nunn）在回应英国零售连锁店 Wickes 夸大 8 000 万美元利润时说：“我们经历的事对任何一名审计师都是一场噩梦——精心制造的、技术高超的欺诈行动骗过了每一个人。”

披露部分

为什么公司经理人会试图夸张公司财务成果呢？原因之一是他们可以以此逃之夭夭。贝尔 · 伯克利（Bill Berkley）是 W. R. Berkley & Co. 的董事会主席，也是一位从事过多家公司公开上市的资深元老，用一句话简而言之：“华尔街并不欣赏保守的会计工作。”独立会计师被认为是财务客观性的“荣耀的保持者”，做得不错，但尚未达到完美的程度。同时，机构投资者群体、债券评级公司、监管机构及证监会没有足够的能力去监管这一问题。最后，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少有哪套财务报表容纳了足够的信息，可以进行综合分析。对于文字解释和附加的披露事项，分析者不得不打电话询问那名本身就有动机夸大他们业绩的经理人。

潜在的欺诈

重要的财务丑闻，例如安然、世通公司、房利美，经常都是由公司内部的揭发者或其他派系，而不是由华尔街从业者来触发的。甚至当他们两手沾满鲜血被抓个正着时，大多数相关责任人还能逃脱牢狱之灾或巨额罚款。

在最近出版的两本书中，马丁·弗里德森（Martin Fridson）的《财务报表分析》（*Financial Statement Analysis*）和霍华德·施利特（Howard Schilit）的《财务诡计》（*Financial Shenanigans*）[⊖]详尽描述了经理人们夸大公司财务业绩的动机。表 9-5 是对这些动机的概括总结。

表 9-5 管理层夸大公司财务业绩的常见动机

理由	注释
增加或维持股票市值	良好的股价有几点好处： 1. 获得股权再融资。良性的财务数字（及随之而来的良好预期）对于一家公司通过股权市场融资至关重要 2. 优化股权融资。获得股权融资很重要，但公司发行新股的价格同样也很重要。公司希望以最少的股权获得最多的资金，良好的财务表现能得到更好的估值、更高的市盈率 3. 使管理层的薪酬得到最大化。大多数公司高级管理人员会得到股票期权作为部分奖励。抬高股价可以使他们手中的这些期权增值
有利于进入债务市场	银行、机构贷款人、债券市场、贸易融资者、商业票据投资人、评级机构依赖于财务报表去判断一个公司的信贷资质 管理层可能选择夸大财务结果以维持持续的融资，或将融资成本控制在合理水平。考虑一下外界看法的小小改变就可能给成本造成的影响。2007 年当标准普尔将美林的债项评级从 AA 降到 A 时，变动导致的融资成本增加可达每年 1 亿美元
保留职位	即便金融市场在公司运营中不是重要因素，管理层也可能受到其他的诱惑。董事会希望看到销售和利润在增长。对于职业经理人而言，为了保住工作，可能就需要通过保持某种稳定持续的增长趋势来让董事会高兴

于是，公司管理层与证券分析师之间的斗争舞台就这样开启了。管理层们希望传达这样的印象：他们的公司运行良好，并且会越来越好。当然经营中会有风险，但管理层有周密的计划对付它们，因而潜在投资者不必为此担心。这

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些话从字面上听起来言之凿凿，但从业者们不能盲目听信，因为管理层有动机去为任何情形渲染正面色彩。甚至财务报表的真实性也值得怀疑，因为审计师和会计政策有时不能揭示出公司经营的经济状况——无论是单独分析还是与同类公司相比较。于是分析师除了财务侦探之外，必然还要扮演多重角色：行业专家、商业运营专家、金融分析师以及估价师。

上市公司的基本目标

管理层在试图寻求增加股东价值的过程中，应该了解本书所勾勒出的价值评估方法。经理们至少应记住下面几条华尔街基本评估要点。

（1）销售和利润的增长是好现象。增长能够得到较高的估值倍数，例如更高的市盈率。

（2）这些增长目标的稳定及有保障是好现象，稳定也使估值倍数提高。

（3）销售和利润不可预测，波动性大是坏现象，不可预测、易于波动就意味着风险，意味着较低的估值倍数。

因此，管理层不但应努力实现销售与收益的更快增长，还应致力于制造一个稳定的形象。最好是销售和利润年复一年地以一种持续的、平滑过渡的方式增长，图 9-1 显示了这种趋势。

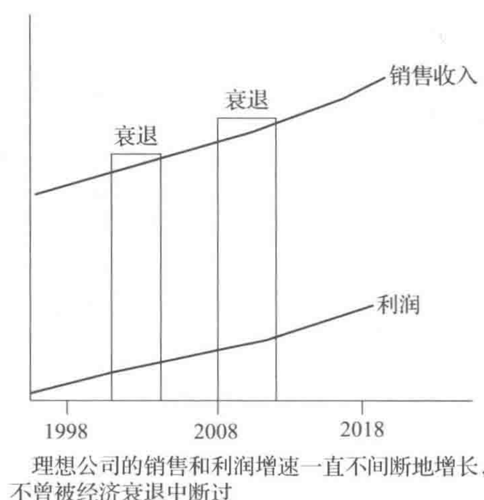


图 9-1 理想公司销售和利润增速不间断的增长

通用电气公司在表现不间断的收益增长方面是常胜将军。当你意识到它的主营业务线都是强周期性行业时，这种增长就显得尤为惊人（见图 9-2）。通用电气公司经常以重组支出抵消非经常性大规模资产销售的收益；这样做使得利润不至于上升得过高，以至于下一年难以逾越。通用电气公司还有意地安排好出售权益投资的时间，在需要时进行出售以创造利润。

2001 年的大衰退让多数工业公司都感到头痛，但通用电气公司的盈利增长了 7%。2009 年，公司为了平息证监会对大型集团公司不恰当会计处理的诉讼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付了 5 000 万美元的罚款，同时也让人们对之前的业绩带来了质疑。

为了维持一个长期稳定增长的形象，有些公司会寻求使用会计上的花招和伎俩。下一节里我们会展示一下管理层可能使用的平滑收入的技巧。

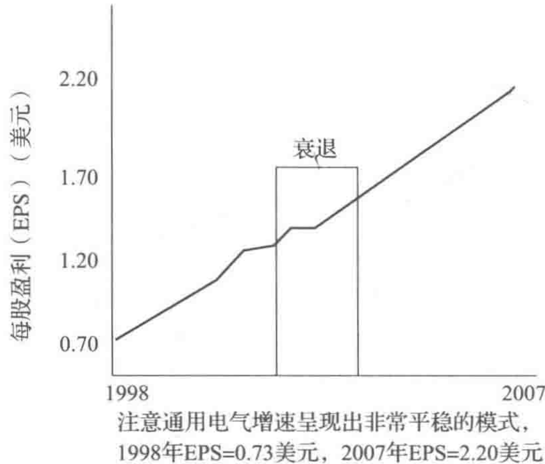


图 9-2　通用电气公司历史业绩概要

案例研究：稳定公司

下面让我们来看一下稳定公司（Stability Corporation，这是一家假想的消费品生产商）的利润表和资产负债表。我们按顺序看一下表 9-6 和表 9-7 中的会计科目。首先从利润表最顶端的科目，即销售开始看起。

表 9-6　稳定公司的利润表　　（单位：百万美元）

销售		10 000
销售成本		
人工成本		
原始材料	XX	
加工原料	XX	
水电费	XX	
租金	XX	
折旧和摊销	XX	
总销售费用	XX	6 000
毛收入		4 000
销售费用、一般费用和管理费用		
管理层薪酬		
市场营销	XX	
保险	XX	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

销售		10 000
研发	XX	
其他	XX	
销售费用、一般费用和管理费用合计	XX	3 000
息税前利润（EBIT）		1 000
利息费用		300
税前利润		700
所得税		300
净利润		400
每股净利润		3. 00

表 9-7 稳定公司简化的资产负债表（单位：百万美元）

资产	
现金	500
应收账款，减坏账准备	800
存货	1 200
其他流动资产	500
	3 000
固定资产，减累计折旧	
长期产权投资	2 500
递延税	300
商誉	200
可辨认的无形资产	1 000
	500
	7 500
负债及股东权益	
短期借款	500
应付账款	1 000
其他流动负债	500
流动负债合计	2 000
长期负债	2 000
退休基金福利	500
股东权益	3 000
	7 500

利润表

利润表首先销售开始，而后是营业成本。任何一个科目都有可能造假。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售

夸大销售收入的典型手法有如下 9 种。

（1）货物发出即确认收入。稳定公司的某些产品线是承担着一系列售后服务责任的，而且其退款政策较为宽松。这意味着不能把全部收入在货物交付顾客时就进行确认。

（2）向信誉不佳的客户销售产品。虚增销售收入的一个途径，是销售给那些由于资信状况不佳而找不到公司愿意给他们赊销产品的客户。当向这样的客户销售确认入账后，管理层尽量缩小坏账准备金。这是虚增收入的一种短期策略，但长期不可避免地要冲销这些坏账，从而影响利润。第一资本公司（Capital One）在 2006 年、2007 年急剧扩张其信用卡业务，但由于大量的新客户不能还款，公司盈利在 2008 年大幅走低，股价也下跌了一半。

（3）以不合理的条件销售产品。赢得新客户的方法之一就是，提供宽松的优惠条款。如果行业标准是 30 天内全额付款，10 天内付款给 2% 的折扣（即 2/10，0/30），激进型的公司则可能提供例如 3/30，0/60 这样的付款条件来刺激销售。汽车公司通常采用给客户提供零息贷款这样的方式来促进销售。这个招数的代价体现在财务成本上，因为公司的资产负债表上有大量的应收账。

（4）将销售集中到一个季度（一个会计期间）。既要展现良好的季度间销售环比增长，又要有平滑的向上趋势，这种愿望使得经理人有动机来操纵销售的时点。在一些情况下，这一举动无伤大雅，如要求销售员在下月第一天而不是本月的 28 日登记销售收入。而在另一些情况下，这一举动则是系统性地、大规模地进行。2004 年，施贵宝（Bristol-Myers Squibb）公司采用该方法将销售夸大了 15 亿美元，因此受到了 1.5 亿美元的罚金。

（5）低估售后保证和退款。每当美泰克（Maytag）公司卖掉一台洗衣机，它就同时面临机器保修的承诺。由于保修承诺的存在，一笔 1 000 美元的销售收入可能在第 1 年只记为 950 美元。如果某家公司销售一种尚未测试过维修数据的新产品，它可能想低估这一或有负债，将维修费用递延到未来的年度。同样，公募基金如美盛集团（Legg Mason），要坚持货币型基金净值不能低于 1 美元的底线。这种非文字而是事实上的保障虽然不会出现在财务报表上，但是在 2008 年金融危机时为了弥补损失，也让美盛花费了数百万美元。

（6）滥用完工百分比的会计方法。一些创造收入的业务需要数月或数年才能完成，例如复杂的计算机系统、大型国防项目，以及长期的建筑施工等。销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售方当项目进展到了一定程度时，会逐步记录收入和利润，而不是等合同完成时才一次性记录大额销售收入。由于公司远比外部审计人员更清楚该项目的前因后果，管理层很可能有动机在实际只完成了50%的情况下，声称任务已经完成了60%，从而确认60%的收入。电子数据系统公司（Electronic Data Systems，EDS）在2003年就曾因为不恰当的完工百分比确认而不得不减记22亿美元的收入。

（7）互换和物物交换。在2001年、2002年互联网泡沫达到顶峰时，公司把价值存疑的资产置换进来，但在会计上记为现金收入。环球电讯和奎斯特通讯就是其中的代表。

（8）产品销售网络。如果销售公司决定把收入记为“毛收入”而非“净收入”，那么收入就有可能被夸大了。默克制药记下了数十亿美元的消费者到店付款，很多到期并未收到钱。同样，Priceline相当长的一段时间里采用毛收入而非净收入，但其实隐含的客户群数量并没有那么多。

（9）欺诈。前面讨论的伎俩都还没有达到欺诈犯罪的程度。欺诈的一个例子是伪造虚假发票。当并不存在的销售发票进入了内部会计体系时，管理层就制造了增长幻觉。另一个伎俩是隐藏资本支出项目的高额费用。例如，南方保健（Health South）就这样做了几年。精心策划的阴谋有时甚至能够避开来自外部审计师的检查，尤其是审计师对于销售单据真实性的检查较松懈时。高科技公司NEC曾在2008年发现雇员使用分包商的名字伪造虚假订单。奎斯特（Qwest）的高管伪造虚假的书面单据，以此来欺骗审计师相关销售记录的有效性。

销售成本

尽管美国历史上长期以来是通货膨胀，一些公司仍然使用先进先出法（FIFO）而不是后进先出法（LIFO）记录销售成本。后进先出法在通货膨胀情况下，能更好地反映当前成本。不过国际标准强调对于境外公司使用FIFO。

劳动力成本

通过修改未来福利的计算方法也是篡改劳动力成本的常用伎俩之一。类似养老保险、医疗保险、假期等额外的福利加起来可以达到劳动力成本的1/3。对于养老金、医疗保障计划等未来项目的当前成本的计算方法本身就存在不确定性，而且统计精算假设上的差别也会造成很大差异。外部的精算专家在很多情况下可以帮助审计师，但公司仍然可以影响很多的精算变量，下面就是一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子。

（1）影响未来医疗成本的变量。

- 未来20年有资格享受养老金和医疗保障的雇员人数。
- 未来医疗保障的成本。
- 需要医疗保障的雇员人数。
- 未来收益的年化折现率。

（2）影响未来退休成本的变量。

- 资格认定假设（在职时间、未来裁员率，等等）。
- 未来雇员的薪金。
- 雇主与雇员的退休金缴纳比率。
- 养老金资产假设的未来收益率。

例如，福特汽车2007年假定年度工资增长4%，医疗费用的通胀为5%，养老金收益率为8.5%。美商PPG Industries和雷曼兄弟（Lehman Brothers）则分别使用10.9%和10.8%的养老金回报率假设。较高的养老金回报率假设对应着较低的养老金成本。

原材料/制成品原料

管理层几乎无法操纵原材料成本。唯一一个例外就是会计方法的选择，比如用后进先出法（LIFO）、先进先出法（FIFO）或成本与市价孰低法。

公共事业

公共事业费用是很难控制的。

租金

对于宁愿租场地而不购买的公司来说，租金是一项很大的开支。当租金成为它不可撤销的融资方式时，就应以债务形式将其资本化。对很多业务来说，提高债务融资能力取决于较低的杠杆比率，所以管理层尽量将租赁成本归入租金（经营性租赁），而不是债务（融资性租赁）。

折旧

尽管独立审计师决定资产折旧年限的参考标准，但在限制范围内仍然还是有变化空间的，同时也允许有例外。因此，同类公司的同类资产折旧年限可能会有所不同，因为这里牵涉到判断方式和谨慎程度的不同。利用长期折旧年限可在短期内获得利润，比如有1亿美元资产，在5年的折旧年限下每年减少2 000万美元年收入，在10年的折旧年限下只减少1 000万美元年收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 亿美元的资产

折旧年限	5 年	10 年
减少的年收入	2 000 万美元	1 000 万美元

对未经确认其经济寿命的某项资产做手脚，这已经是个老生常谈的话题了。当娱乐公司百视达（Blockbuster）公开上市时，分析师们一致抱怨它的主要资产——录像带采用 3 年折旧期。华尔街人士认为：①没有人会去租在商店里存放超过一年的录像带；②大部分折旧应该在头 18 个月内完成；③公司的利润因为录像带 3 年的折旧期而被高估。DVD 租赁商 Netflix 对于新发行的 DVD 就采用 1 年折旧期，对经典影片采用 3 年折旧期。分析师认为这种方法更令人接受。

可辨认的无形资产

大量增加的并购活动意味着公司利润表更多地受到可辨认无形资产的影响。收购方必须把所有收购价超出净资产、却又无法分配到出售方有形资产（如厂房与设备）或商誉的部分减记掉，并购过程中产生的可辨认无形资产的年限是一项主观判断，由管理人员与独立审计师共同制定，有时还会涉及外部的资产估价师。与折旧账户类似，商誉的摊销期越长，意味着对利润的影响越小。一项 1 亿美元的商誉分 5 年摊销和分 10 年摊销，每年的差异可达 500 万美元。

1 亿美元可辨认的无形资产项目

预计摊销期	5 年	10 年
每年减少的利润额	2 000 万美元	1 000 万美元

常见的无形资产包括客户名单、商标、技术专利、租约等。威世（Vishay Intertechnology）除了商标有无限期寿命之外，平均每过 7 年要减记无形资产项目。它将大多数收购价值记入了商誉一项。如果减少记入商誉的价值，并将寿命缩短至 5 年，净利润会减少 20%。

销售费用、一般费用及管理费用

管理层的薪金

为了评估公司的真正盈利能力，分析师需要了解管理层的薪金。上市公司高管层的薪金无论从哪个角度衡量都是很高的。如果公司最高层的 12 个人薪酬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占公司利润的5%～10%，也是正常的。薪酬会以一系列形式体现，包括现金和奖金、股票期权、股票赠予、使用公司私人喷气飞机的特殊优待、税务递延支付、慷慨的养老金计划。但是这些行为的成本没有在利润表中体现出来。2004年艾奥瓦大学教授埃瑞克·李（Erik Lie）的一项研究引发了对上百家上市公司股票期权丑闻的追溯，并引致数十名高管离职。公司在进行期权赠予时，通过以低于市场价的价格发行股票期权来误导投资者，这其中隐蔽的高管薪酬价值高达数十亿美元。

营销

除了常见的平面媒体广告和互联网广告之外，公司还通过其他各种活动促销其产品。回扣、限额、积分、货架陈列位买断、长期佣金等营销活动使会计复杂化，并导致过去数年里众多的盈利报表重新编制披露。

美国公司里常见的一种做法是将一部分吸引新客户的费用资本化。通过将这些成本列作资本性支出并在顾客预计保持期里摊销，公司得以避免大笔突然性的先期费用。但问题是：顾客真的成了回头客吗？2007年IAC（一家以客户为业务重心的互联网公司）开始将网络吸引客户的费用资本化并摊销，该宽松的会计政策每年能够减少开支1 700万美元。

保险

分析师需要确保所研究的公司为其日常业务购买了足够的保险。管理层可能试图不购买足额的保险以节约费用（从而增加利润）。

研发费用

许多公司把一部分研发成本资本化，并逐年摊销。这种处理方法意在使成本和未来收益相匹配，非常近似于将造纸厂的折旧费分摊到每一吨造出的纸上。将研发成本放入资产负债表的问题在于，无法确定研发活动是否真正产生了利润。许多创新最终失败了，而另一些则利润很低。在高科技公司的审计报告中，披露事项可能非常模糊："技术可行性的确立和研发成本回收能力的持续评估，需要管理人员仔细判断特定的外部因素，包括但不限于预期未来收益、预期的经济寿命以及软硬件技术的变化。"

面对如此含混的披露信息，分析师必须自己仔细评价研发成本的会计处理，尤其是高科技股在股市中扮演重要角色的今天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非经常性项目

利息

管理层有很多办法掩饰债务融资。举例来说，利息成本可以隐藏在租金费用的类别下。债务可以藏到非合并报表的子公司里或者项目融资实体下。安然就是一个很典型的例子，当然还有很多其他的越雷池者。

所得税

一家固定资产占比很大的公司，通常实际支付的所得税比应付所得税记载的金额要少。联邦所得税折旧时间表规定的折旧期限比通用会计准则（GAAP）规定的要短，意味着实际的应纳税利润少于按 GAAP 计算的税前利润。财务报表附注会提供实际支付所得税的详细情况。

每股盈余

各种各样与权益相关的证券，例如期权、可转债、混合债务，都会扰乱每股盈余的真实含义。我评估过的几家高科技公司的股票在外流通期权相当于超过 10% 的每股盈余。决定每股价值时，必须把这些与权益相关联的证券考虑进去。

在某种程度上，希望依靠财务伎俩来达到增长目标的公司，还是要服从经济现实。有些会计师对此深表担忧，例如房利美内审部的主管 Sam Rajappa。他在 2000 年公司大幅减记坏账之前，给公司员工的内部邮件里写道："当弗兰克（时任公司 CEO）驾驶这艘轮船时，我们就是站在甲板上的水手，帮助瞭望忽远忽近的冰山，可能在左，也可能在右，可能很大，又可能很小。提前警告董事长办公室躲开危险。"当弗兰克先生离开公司时，即使股价下跌了 80%，他还是拿到了 1.2 亿美元的离职补偿金。

资产负债表

资产

资产端包含了很多类别，在评估业务时各具挑战。本章节由现金开始，最后讲到无形资产。

现金

稳定公司除了欺诈之外，没别的办法篡改这个账户。曾有一些公司把经营性现金账户同专用现金账户（例如那些为贷款人、土地出租人及其他特殊目的实体单独设立的账户）混同到一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有价证券

该项目通常和现金账户放在一起。有价证券是指高等级、短期性债务，例如大额存单、商业承兑汇票等。不过2008年的时候很多公司出现大额坏账减记，这个保守的特性也出现了问题。他们在拍卖利率型证券上投资了数十亿美元，最后发现流动性欠佳、信用资质也很差。举个例子，MIND CTI，Ltd. 是家高速成长型软件公司，减记了3 000万美元现金及其等价物中的2 000万美元，但事先没有任何分析师发现了拍卖利率型证券的问题。

应收账款，扣除坏账准备后净值

销售中产生的应收账款并没有按100%面值完全反映出来。因此人们一般设立准备金，用于预防未付款、退货、维修保证，以及可能的其他事项。如果有大量来自信誉不佳客户公司的应收账款，要特别注意。最值得注意的是医疗保健领域的供货商，他们通常都有大量未结清欠款的客户。南方保健（Health South）在其数十亿美元的债务重组之前，就已经有明显的应收账问题。

所有金融公司最大的难题是合适的准备金水平，其主要资产来自其他公司的应收款项。在2009年经济最差的时候，汽车金融公司不得不提高损失准备金，因为顾客的偿还能力受到极大削弱。

对于银行、保险公司而言，坏账准备特别重要。前者在金融危机期间大量的坏账花费了联邦政府数十亿美元。

正如先前介绍过的，货款收据有时会被伪造，以改变财务报表。虽然仔细研究应收账款的规律也能为发现这种行为提供线索，不过分析师还是依赖于独立审计师来监督防范这种欺诈。

存货

流行潮流的更替、产品革新、技术进步都可能迅速减少公司存货的价值。在互联网泡沫之后，很多互联网设备的供应商都遭到了不同程度的存货减值。对设备的需求萎缩导致售价下跌。思科公司（Cisco）进行了22亿美元的冲销减记。存货估值对服装和零售行业来说是一项永恒的威胁，因为时尚永远处在变化中。

会计师并不是各种产品领域的专家，在确认减记价值时都遇到过困难。所以，一旦分析师发现存货相对于历史水平过高，就应该提出疑问。

固定资产减折旧后净值

如果稳定公司故意低估折旧，固定资产的经济价值可能低于其账面价值。在某些情况下，资产价值会高于资产负债表上的金额，尤其是被用作其他用途

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候。例如房地产就属于这种情况，它会随通货膨胀而增值。在我经手的一次并购交易中，卖方公司在地标性位置拥有一个印刷厂。交易过后，买家重新安置了印刷厂，该处地段的销售获取了一大笔利润。

相对于按部就班地对固定资产提取折旧，管理层更有动力进行一次性的大额冲销，于是过去的利润已成为历史，未来的利润被提高。在另外的情况下，公司节省下一笔隐藏的价值，等待下一笔赚钱的资产出售，以抵销利润的下降。

自然资源储备

从一个分析师的角度看，对自然资源的拥有权，如森林和矿产储备的历史会计实际上意义不大。他们只关心这些储备的数量统计和开采成本，这样才能估算其市场价值。一个有用的会计信息是这些储备的计税基础，但这一信息并不对公众公开。

自然资源储备的会计通常是在独立第三方的协助下完成的，但是问题也随之而来。例如壳牌石油等公司就被发现虚报石油储量，目的在于抬高短期股价。

长期股权投资

分析师应该试图将长期投资进行盯市估值，因为我们无法信赖管理层完成这个工作。大多数公司不及时降低减值投资的价值，致使本来可以盈利的股权出售被错过，直到正常经营出现问题。

高估证券投资的价值（特别是难于估值的私募股权）是常犯的错误。卢多维奇·法利普（Ludovic Phalippou）教授在对众多私募股权基金研究后发现，其中有很多虚增了投资组合的价值以此来夸大投资业绩。

衍生品

很多制造类企业使用衍生品来对冲原材料的供货成本。如果衍生品的标的资产价格发生变动，通常应使用盯市法（marked-to-market）估值。

递延税

通常如果业务发生了亏损，税收减免可以向后递延，减少未来几年的税收。但是如果未来盈利可能性非常渺茫，应该把对应的资产减记掉，同时把对应的所有者权益向下调整。

商誉

商誉的经济价值和期限是个非常主观的决定。通过收购产生的商誉可以在会计项目上体现，但内部产生的商誉价值是以股票市场每天的交易为基础来决定的。大多数公司的交易市值是净有形资产账面值的好几倍，商标、声誉、专利权、顾客、分销系统、雇员以及制造工艺流程等也只是公司业务带来商誉的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分因素。

公司每年都会对商誉进行减值测试。如果商誉发生了损失就要进行减记，而不是到最后一次性大额冲销。2008 年，Sprint 电讯在收购了 Nextel 电讯后公布减记 300 亿美元。

主动收购的一方有一个常用技巧，就是将收购溢价全部放到商誉项里，而不是放到可辨认的无形资产这一项，因为商誉是不需要摊销的。美国证券交易委员会（SEC）也发现了端倪，因此出具了关于商誉不得超过收购溢价（收购价格超过被并购方账面净资产的部分）60% 的非正式指导意见。

可辨认的无形资产

如前所述，根据 GAAP，公司可以将被收购方的如下项目资本化：客户关系、邮寄通讯录、产品研发成本、租约、续约权、软件、专利权、货架陈列空间等。当然，即使有专业评估师的帮助，公司和审计师在评价这类资产的公允价值时也有一定困难。

负债及股东权益

隐藏负债、虚报低价都是商业估值里的难题。这里我们列举几个主要的负债科目。

短期负债

通常公司管理层对这一项目很难操纵。

应付账款

除非通过欺诈，否则应付账款很难操纵。

长期负债

为了降低可能的财务风险、增强债务融资能力，公司倾向于低估其真实的杠杆水平。直接债务融资通常成本较低，但它在资产负债表上非常显眼。于是公司转而寻求类似债务融资的替代品，例如长期经营租赁、卖方信贷、表外交易。分析师可以通过仔细研究财务报表附注来深入了解经营租赁的情况，表外交易则比较难摸清情况。

资产证券化和项目融资的债权人通常会在情况不妙时转向特定的资产，但是在许多交易中债权人拥有对发起人的追索权（如笔者研究的一些案例），这类增信支持安排涉及一些专门术语，虽然不是明文担保，但实际上和直接担保是一回事。由于法律上和会计意义上的细微差异，这类支持条款并不归入直接负债，但分析师必须通过判断发起人的经济价值，考虑这些支持对公司经营业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩的潜在影响。例如，债务评级机构通常在计算一家公司的总负债时，将租赁资本化以及表外融资（及其相关的资产）做并表处理。

管理层还是能够时不时地想办法将债务隐藏起来，不出现在资产负债表上。意大利的跨国性食品集团帕玛拉特（Palmalat）和有线电视巨头阿德菲亚（Adelphia）的丑闻就涉及数十亿未披露的负债。

声誉担保——光环效应

很多时候，摇摇欲坠的商业帝国由于其强大机构的盟友关系网络，仍然能获得超值的贷款便利。借款人认为即使没有正式的担保条款，其出现问题时能够获得强大伙伴的救助。其基本出发点就是强大的机构为了保护其声誉，在同盟出现危险时需要施以援手。此类光环效应有很多实例，从俄罗斯政府救助半国有化的企业，到银行吸收商业伙伴的表外负债。截至本书写作时，迪拜世界与阿拉伯联合酋长国的管理层关系密切，但阿拉伯联合酋长国还是拒绝支援迪拜世界的260亿美元贷款。虽然从来就没有签署过明文担保函，但华尔街仍然感到非常震惊。

退休责任：养老金

分析师要弄清楚：①养老金的精算假设是否合理；②养老金的计划资金是否已完全覆盖。虽然预测养老金和医疗金有诸多困难，但这里的目标是确认公司的计算有一定的安全边际。关于这一问题，公司的投资者关系部和财务报表附注都能提供一些有用的信息。

未披露负债

除了项目融资安排，一家公司可能还有影响其价值的未披露负债。如果管理层不主动说明，审计师可能难于发现这些项目。例如，诉讼案的潜在损害很难量化，环保责任对于某些工业带来的责任可能是无限的。

递延税收

资产负债表上报告的递延所得税并不具有负债的性质。它缺乏法律约束力、相对确定的金额，以及预计的付款期。此外，和养老金责任不同，它显示的金额并不是未来金额的贴现值。99%的公司对税收返还使用加速折旧法，这一税收支付会被无限递延。

优先股

优先股曾经是非常简单的准贷款类负债。但是现在更多的公司发行非常规化的优先股。某些有害的上市公司私募基金（private investment in public equities，PIPE）就是一种优先股，如果股价未达到目标，可以迅速扩大稀释效应。基于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权基金的优先股当到期时如果未达到事先预设的股价目标，发行人被迫支付的金额可能达到面值的两倍。分析师必须对这一类工具保持警惕。

现金流量表

现金流量表由以下数据汇集而来：①利润表，②资产负债表某些项目的变动额，如表9-8所示。前两种报表采用自由会计方法的结果，于是传递到了现金流量表上。

表9-8　稳定公司现金流量表　　（单位：百万美元）

经营活动产生的现金流量	
净利润	400
将净利润调整为经营活动产生的现金流量	
折旧	250
递延税款	50
营运资本及负债的变动	
应收账款	-100
存货净额	-150
其他流动资产	-50
应付账款	150
其他流动负债	50
经营活动产生的现金流量净额	600
投资活动产生的现金流量	-400
资本支出	-50
收购，减负债后的净额	-450
投资活动产生的现金流量净额	
借款收到的现金	350
偿还债务所支付的现金	-200
权益出售所收到的现金	50
股利分配所支付的现金	-150
筹资活动产生的现金流量净额	50
现金流量增加净额	200

注：稳定公司将大部分经营活动产生的现金流投入到资本支出。

由于会计准则的变通余地，净利润可以用不同的方式列示，但银行里的现金却难以造假。于是分析师研究现金流量表以辨别现金流入是否与利润一致。初级的分析师经常会遇到这样的问题："我研究的公司账面上显示了利润，但付款上存在问题，而且现金越来越少。"可以看看是不是公司的资本投资正在增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加，或是卖不掉的存货和未付的应收账款占用了现金。

财务报表附注

财务报表附注解释了会计政策，并提供更多的信息。它在财务分析中是不可或缺的。大多数分析师都希望披露信息越多越好，而且公司负责投资者关系的人员通常乐于回答问题，特别是当提问者来自大机构或经纪公司的时候。

很多会计科目涉及管理层的判断，而财务报表附注提供了公司采用的假设和会计政策的信息。例如，某财务报表附注可能会披露资产负债表上没有显示的某项或有负债。财务报表附注也可以提供关于收入和费用按各条业务线、币种、经营地域进行分解的详细信息。

巨额冲销、重组支出以及一次性冲销

过去20年中，公司变得喜欢进行一次性利润冲销，以此来代替将每期成本与相应收入正确配比的做法。一种常见的手法就是在数年中使用自由会计方法，以此虚增利润表现。也许是低估折旧寿命，也许是研发费用被资本化而不是费用化，也许是过度夸大商誉。最终的经济事实表现为：固定资产、R&D和商誉并没有产生足够的利润。

管理层可能承认其财务错误并重估过去的利润，或者经过审计师同意之后，他们可能突然以一笔大额一次性支出降低资产及研发的价值。这一通行的手段有几个好处：①它不必再重新编制过往的利润，而这可能将过去的真实盈利能力暴露出来；②通过夸大一次性冲销，未来折旧与摊销费用被降低了，从而虚增了未来利润；③某些一次性支出可以混在一起，使投资者难于捕捉每一次支出的影响。巨额冲销的声明使坏消息一次性释放出来。利润得以不受年复一年的缓慢折磨，而对公司股价的总体负面影响被降低（见表9-9）。

一次性支出被广泛接受已经达到荒谬的程度。在过去6年里，柯达公司共进行了40次总计40亿美元所谓的一次性重组支出，超过了期间公司的盈利总额。思科、宝洁、威瑞森无线通信在2002～2007年每一年都进行了大额重组费用摊销。面对像柯达这样不断进行冲销的公司，分析师要怎样去判断正常的盈利能力呢？他必须调整财务报表的结果，使其反映真实的经济状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-9 两家公司对同样可辨认无形资产的摊销

（单位：百万美元）

情境假设

- 2009 年 1 月 1 日，保守公司与自由公司在各自的资产负债表上，记录了一笔 6 000 万美元的资产。
- 对这项资产的经济寿命，保守公司设为 3 年，而自由公司选择 6 年。
- 两家公司 2009 年的息税摊销（仅针对此项资产）前利润为 1 亿美元。
- 自由公司 2011 年在判断该项资产遭到损害后，以特别支出冲销。数据如下。

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
保守公司						
EBITDA（息税摊销前利润）	100	110	120	130	140	150
摊销	-20	-20	-20	—	—	—
EBIT（息税前利润）	80	90	100	130	140	150
自由公司						
EBITA（息税摊销前利润）	100	110	120	130	140	150
摊销	-10	-10	-10	—	—	—
扣除非经常性费用之前的经营性利润	90	100	110	130	140	150
非经常性费用①	—	—	-30	—	—	—
EBIT	90	100	80	130	140	150

结果

- 自由公司的息税前利润在开始的 2 年里超过了保守公司，在 2011 年以后，两公司开始一致。
- 自由公司的短期利润纪录（2009～2010 年）上表现较好，可能会有助于其股价在此期间上涨。

① 2011 年该资产从剩余价值 3 000 万美元被冲销至 0。

小结

近年来，金融市场上充斥着各种会计丑闻，让股票投资者、债券投资者、政府机构损失数以亿计。这些事件一再发生，寡廉鲜耻的公司高管们总能找到办法夸大公司业绩，他们所需要面对的只是平淡乏味让人昏昏欲睡的政府措施和不痛不痒的惩罚。

会计准则允许公司以多种方式呈现其财务状况，管理层面临强烈的修饰利润的压力，不断增长的利润意味着更高的股价，而达不到增长目标就可能使股价跳水。公司于是被诱惑以过于乐观的假设和间歇的一次性支出为基础制定财务报表。在判断公司盈利能力时，分析师要检查公司会计政策的可靠性，必要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时更换成他们自己的假设，并重新计算报表数据。如果情况不值得信赖，正确的调查可能会揭露虚假陈述、隐藏起来的损失，以及修饰过的外衣。可惜的是，这类分析通常耗费不菲，很多机构投资者不愿在单一股票上聚精会神地花费如此多的金钱。

在今天的市场上，证券发行者和分析师之间保持一种敌对的关系。专业投资者对公司采取自由的会计政策这一事实听之任之。出于对质疑会计政策及其背后假设的警惕，每一位分析师都盼望着在统一会计报告标准、切实有效的监管措施方面能取得进展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

财务分析和公司分类

什么是成长性公司？什么是成熟企业？什么是周期性行业？华尔街和财经媒体频繁使用这些术语，但是它们的含义到底是什么？第 10 章提供了这些分类的工具。

在第 8 章里，我们讨论了成熟行业里的一家地位稳固的公司——内曼·马库斯的财务结果。在第 9 章，我们学会了用挑剔的眼光来看待财务数据。在本章中，我们会考察把公司按行业生命周期归类的指标。这样，历史财务分析将在完成了行业、公司分析后，把公司生命周期定性分类为初创期、成长期、成熟期、衰退期 4 个阶段。本章还会讨论周期性公司的财务分析，以及总股本与杠杆比率的变动如何影响每股盈利。

研究报告示例

1. 概述
2. 宏观经济评述
3. 相关股票市场前景
4. 公司及其业务评述
5. 财务分析 ✓
6. 财务预测
7. 估值方法的运用
8. 投资建议

大多数关于估值的教材，都是研究处于成熟期、地位已经稳固的公司。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对大学环境可能适合，学生可以逐渐熟悉财务分析。考察公司利润表和资产负债表年复一年的微量变化是一个很好的开端。但是当学生转入从业者的角色时，他就遭到了当头棒喝。公开上市的公司充满了各种学校里的模型以外的情形。许多公司年度与年度之间的经营状况呈现出剧烈变化——不论是正面还是负面的原因。另一些公司开展了无数的收购业务，从而使分析师的工作变得复杂，不清楚实际业务与新收购部分之间的分界线。在上市公司中有相当一部分都是亏损的。

公司分类

华尔街喜欢把公司特性以简短形式概括，最好是 6 种以内的分类。

股票市场的 6 种商业划分

1. 成熟型公司
2. 成长型公司
   - 经典成长型公司
   - 市场份额成长型公司
   - 市场整合型公司
3. 周期型公司
   - 商业周期占主导
   - 其他周期
4. 衰退型公司
5. 转型公司
6. 先锋型公司

在本章我们会讨论这些分类。

成熟型公司

如内曼·马库斯公司的案例所示，典型的成熟型公司会呈现出即使不算显著，也算稳定的销售收入和利润增长。标准的财务比率年与年之间的差异较小，而且收购与兼并的影响易于区分。根据附注进行少量调整，分析师就能剔除收购部分，单独评估基础业务的进展。表 10-1 展示了通贝公司（Thomas & Betts）的例子，这是一家电子元器件生产商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-1 成熟型、地位稳固的公司：通贝公司

（单位：百万美元，比率除外）

	2006	2007	2008（预测）
销售收入			
基础业务	1 827	2 016	2 118
新收购业务	42	120	530
总销售收入	1 869	2 136	2 648
EBIT	246	289	346
比率			
净利润率（%）	13. 2	13. 5	13. 1
资产周转率	1. 1	1. 0	1. 1
流动比率	3. 5	1. 9	1. 7
基础业务销售额增长率（%）	8. 3	10. 3	5. 1
总销售额增长率（%）	10. 2	14. 3	24. 0

注：通贝公司以收购来刺激收入增长。

资料来源：SEC reports.

把一个公司归类为成熟型的时候，分析人希望看到基础业务收入温和上涨的趋势，且利润率保持稳定。按照这个可预测的模式，可以形成对于年盈利能力的观点（除去收购）。

成长型公司

成长型公司呈现出持续高于平均水平的销售及利润增长率。“高于平均水平”的定义随时间而改变，但要定义为成长型公司，每年 12% ~ 15% （或更高）的增速是最基本的。成长型公司利润率稳定或不断增加，虽然业务倾向于消耗现金，原因在于对新设备、应收账款和存货的投资，而且收购支出也超过了自身产生的现金。这类公司通常发行债权或股权融资以支持扩张。由于管理层仍在学习的过程中，且竞争者也挤破头想要进来，成长型公司的利润增长道路可能崎岖不平。过于慷慨的促销、过剩的存货、供应瓶颈是三个常见的问题。

Sunpower 公司在 2008 年非常符合对成长型公司特性的描述。没有借助于收购，销售以极快的速度上升，但净利润却并不平稳。公司于 2005 年、2006 年、2007 年 3 次增发新股。Sunpower 使用这些资金来支持大幅跃升了 2. 3 亿美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应收账款，并增加了 1.2 亿美元的资本支出，因为对太阳能设备的需求快速攀升。表 10-2 显示了节选的利润表数据和财务比率。

表 10-2 经典的成长型公司：Sunpower，节选的财务数据

（单位：百万美元，比率和百分比除外）

利润表数据	12 月 31 日为截止日		
	2005	2006	2007
收入	79	237	775
（增速）（%）	82	200	127
净利润	-15	26	9
（增速）（%）	负的	负的	-65
比率			
营业利润率（%）	负的	8.6	0.3
资产周转率	0.3	0.6	0.7
流动比率	6.2	4.8	1.1
现金流量表数据			
应收账项目增加	21	26	160
资本支出	72	108	193

注：此类增长型公司的应收账款和资本开支也在逐年递增。

并非所有成长型公司的扩张都来自一系列相同的因素。大致上共有 3 种类型，描述如下。

（1）**经典成长型公司**。这种公司提供的新产品，在发明之前没人（或公司）意识到它的需求，这些产品通常是技术创新的结果（例如，iPod 和 GPS 全球卫星定位系统）。Sunpower 就是一家经典的成长型公司，提供的太阳能系统可以作为传统能源的有益补充。经典成长公司经常形成提供新产品的新行业的一部分。

在许多提供新产品的例子中，分析师找不到"可比公司"来和目标公司做对比。该行业太新以至于上市的公司不超过 1 ~ 2 家。例如，2007 年时，私募股权基金黑石公司（Blackstone）找不到一个真正的可比对象。分析师以相关领域中的成长型公司的结果作为参考，例如对冲基金和夹层债公司。这样就避免了在真空中研究黑石公司。

（2）**市场份额成长公司**。这类公司处在成熟的行业，它们的单位销售增长率和 GDP 一样稳定。由于优良的市场营销或巨大的吸引力，这些公司从竞争者手中夺取市场份额。表 10-3 是这类公司的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-3 增长型公司的市场份额

（单位：百万美元，百分比除外）

	2007	2008	2009
市场销售收入	1 000	1 060	1 125
市场销售增长（%）	6	6	6
公司销售收入	200	233	270
市场份额（%）	20	22	24
公司销售增长（%）	15	17	16
结果：公司销售增速超过了市场增速的值	9	11	10

诺基亚公司是在成熟市场中增加市场份额的一个很好的例子。2005～2007年，它的销售收入增长了53%，主要由于其在移动电话市场中的份额从34%上升到39%，而它的主要竞争对手摩托罗拉的市场份额从22%下降到15%。

（3）**市场整合型公司**。市场整合型公司一般来自成熟而高度分割的市场。这类公司并非通过内部产品或者市场营销发展来扩大市场份额，而是不断购买本行业中小本经营的竞争者。每一次收购竞争对手都意味着更大的市场份额。此外，并购也能带来协同效应。我的前一本书曾对此做了详细讨论：《并购指南》（*M&A: A Practical Guide to Doing the Deal*）[㊀]。

表10-4是对以上3类成长型公司的概括总结。

表 10-4 3 种成长型公司

经典成长型公司	提供新产品，没有对该产品既定的需求，通常是新技术和新发明的结果
市场份额成长型公司	这类公司参与成熟行业，增长迅速是由于它们靠更好的产品质量、形象或服务提高市场占有率
合并型公司	合并型公司在成熟、高度分割的行业运作，其增长来自于收购大量其他公司，支付合理的收购价格并实现融合是成功的关键因素

市场整合型公司业务增长关键来自两个方面：①以合理的价格收购公司，②在收购中实现降低成本和/或增加收益。由于合并公司频繁收购，会计工作非常复杂，证券分析也很困难。研究了财务结果之后，分析师需要确认市场整合型公司如下几个方面的信息。

- 基础业务很稳固。新收购的业务在合并的保护伞下逐渐繁荣。收购中的最大风险是不能相互融合，从而导致顾客流失。

㊀ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 收购价格合理。在狂热的过程中，市场整合型公司受到诱惑提高收购价格，特别是在其他同类市场整合型公司出现的时候。分析师的研究应该能证明该收购行动提供了合理的投资收益。
- 存在现实的协同效应。为吸引融资，市场整合型公司有时会夸大某笔交易能带来的成本节约和利润增长。分析师对这些假设要持严格的批判态度。

私募股权基金行业最喜欢做的就是协助发展市场整合型公司。在任何时候，市场上都有成堆的市场整合型公司在试图扩大业务，大到足够上市或者吸引战略投资者。表 10-5 中展示的是 Gatehouse Media 的数据总结，该公司是美国小镇报刊业的市场整合型公司，由私募股权基金 Fortress Investment Group 控股。

表 10-5 市场整合型公司的销售增速：Gatehouse Media 公司

	2004	2005	2006	年度复合增速
销售收入（百万美元）	205	315	588	69%
并购次数	6	10	18	

资料来源：Gatehouse Media SEC filings。

注意观察多次收购是如何帮助市场整合型公司提升销售增速的。

周期型公司

成熟型公司和成长型公司两者都表现出稳定的趋势，我们得以自信地预测盈利能力。分析师已将这一趋势延续到他们的利润预测中，不会引起太大争议。毕竟，人们会停止喝可乐，吃麦当劳吗？周期型公司表现出的是另一种问题：由于它们的利润夸大了业务周期中的涨落，兴盛之后伴随着衰退，每个周期都重复这样的模式。图 10-1 展示了之前第 6 章中的数据，重点介绍的是帕卡卡车（Paccar Truck）。

由于周期业务有涨有落，没有必要用当年的利润作为起点，因为这种阶段只是暂时的。如果到了周期的最高峰，分析师们便知道利润回落为时不远了。同样，非常低的利润标志着底部，人们有理由预期反弹。因此，历史财务分析的重点应着眼于公司在过去一个完整周期里的利润。分析师特别感兴趣的是公司的平均表现、经营杠杆比率、债务偿还能力。这些指标应当考察过去的一个经济周期里的每一年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

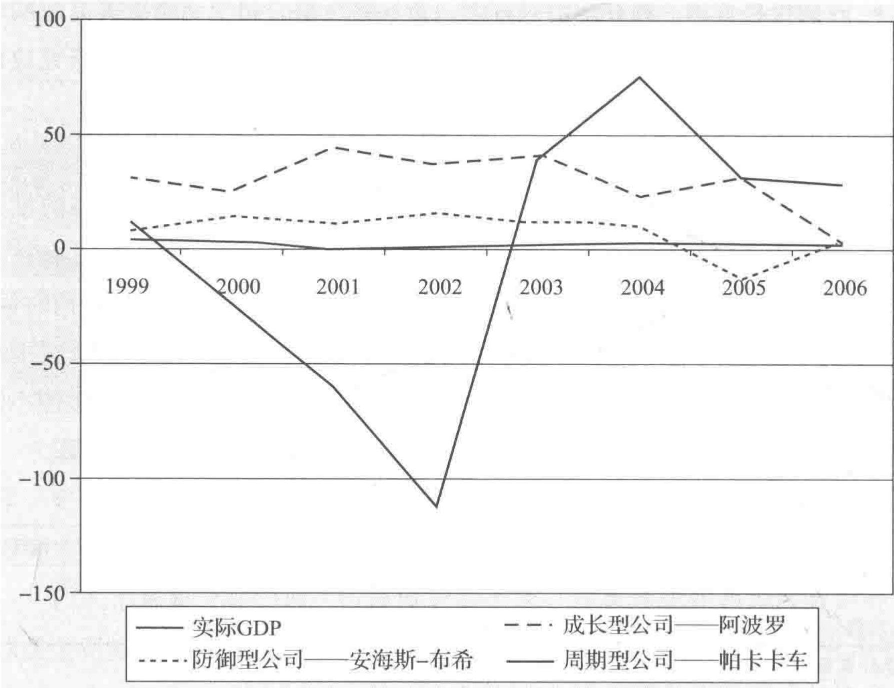


图 10-1 商业周期对比，GDP 对基本每股盈利的变动百分比

周期型公司的平均业绩

在标准分析策略的最后结束部分，决定周期型公司的平均年盈利能力。均值的计算覆盖了整个周期，可能包括 1～2 个坏年头和 3～4 个好年头。分析师计算 EBIT、EBITDA、ROE，以及其他业绩指标，而后根据这些做估值预测。表 10-6 是康威物流（Con-Way）公司，一家生产卡车的周期型公司的数据。周期型公司的管理层经常有平均化的行为，例如保持稳定的股利增长。

表 10-6 平滑周期性的业绩：康威物流公司（Con-Way，Inc.）

（单位：美元）

	顶峰		衰退		顶峰					平均
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
EPS	2.98	2.79	0.42	1.28	1.67	2.57	3.85	4.04	3.39	2.55
现金股利/股	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40

注：衰退从 2001 年开始，持续到 2002 年。

经营性杠杆和周期型公司

经营性杠杆比率是利润变化相对销售收入变化的程度。例如，销售收入每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升 10% 则利润增长 30% 的公司，经营性杠杆比率就比较高。而销售收入增长 10%，利润也增长 10% 的公司缺乏经营性杠杆。固定成本较高的公司通常经营性杠杆比率较高。

大多数周期型公司具有高固定成本，主要来自维持其日常运营的大规模基础设施。汽车制造商、水泥生产商以及造纸厂就是这样的例子，这类公司具有大量突出的厂房折旧、保养和资本成本。例如在水泥行业，经济衰退时期的固定成本约占销售收入的 50%，相比之下临时雇工行业只占 5%。此外，大多数水泥行业的雇员在下降周期里仍留在公司，因为在迅速上升期再培训新工人是不可行的。这类固定成本在衰退时是一个拖累，因为当单位销售额下降时，单位固定成本就很高。随着复苏时需求上升，大量固定成本被分摊到更多的单位上，单位固定成本就随之下降。假定产品价格没降低，利润率可以随销售一同上升，从而给利润增长提供双倍动力。其结果是，周期型公司可以把相对微薄的销售利润率放大数倍（但销售额下降时正好相反）。表 10-7 列举了这种现象的两个例子。

表 10-7 周期型公司的业绩波动

	顶峰		衰退		顶峰				
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Mueller 公司——铜管销售（10 亿美元）	1.2	1.2	1.0	0.9	1.0	1.4	1.7	2.5	2.7
EPS（美元）	2.51	2.43	1.80	1.58	0.95	2.15	2.40	4.26	3.10
铜行业——电气设备销售（10 亿美元）	3.9	4.5	4.2	3.9	4.0	4.5	4.7	5.2	5.9
EPS（美元）	1.75	1.90	1.38	1.30	1.42	1.79	2.06	2.55	3.14

注：此处需关注这些公司的净收入在衰退期间是如何受影响的，到恢复期才反弹。
资料来源：SEC filings.

当从业人员检验周期型公司历史表现的时候，通常会参考行业研究报告；行业研究可以提供公司收益和主要宏观因素之间的联系，例如国民生产总值增长、新屋开工以及资本物品需求等。找出了公司销售的驱动力量之后，开始找经营杠杆率这些对利润有重大影响的方面。如果公司产品种类有限，财务分析可以把历史利润率综合到少数几个关系中去。例如，Agnico-Eagle 矿业公司是一家 100 亿美元的经营金矿的公司。根据公司 CFO 提供的数字，黄金的价格每盎司变动 100 美元就导致年每股净利润变动 0.38 美元。黄金价格与通货膨胀和货币流动有关。梅溪木材（Plum Creek Timbers）销售原木和加工木制品。我计算得出，每吨原木价格每变动 2 美元，每股净利润变动 0.20 美元。自然，这神计算的结果还受其他因素影响，例如，新屋开工、装运成本、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交通成本等。

对于周期型公司，把经营杠杆率量化是很困难的。许多公司参与多种业务，难以按业务线区分其销货成本。而且，大多数上市公司都不会详细地披露销售数量、单价等因素来帮助你分析。如果要深入了解，通常要打电话去问公司管理层。

周期型公司和财务性杠杆

不管借款人是否处于衰退之中，债权人必须得到偿还。债务问题对于周期型公司尤为重要，它们依靠债务融资来支持其庞大的固定资产基础。大多数周期性公司因为高增长需要资本开支被迫进行大规模的资本投资计划。于是，其同时具有很高的经营杠杆率和财务杠杆率，这二者相结合增加了违约风险。因此，研究时须仔细评估历史上的现金流量。现金流量是否能够支持整个周期的债务和资本支出？公司是否借款来支付股利？现金储备是否充足？图 10-2 和图 10-3 表示保守的和进取的债务安排方式。进取方式应该计划为周期谷底保留现金储备。

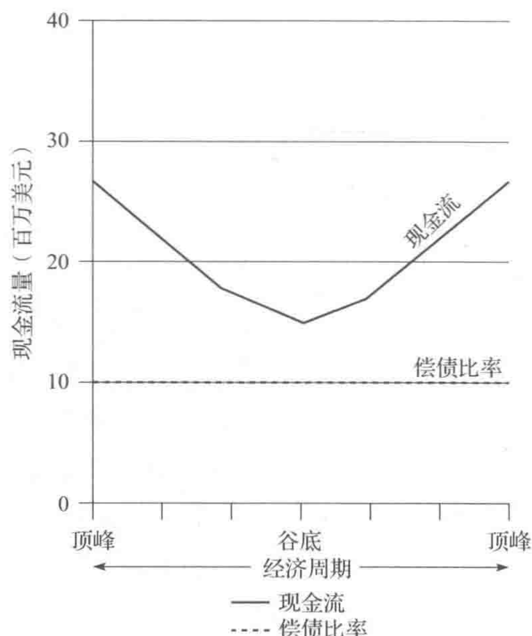


图 10-2 周期型公司和偿债能力——保守型方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

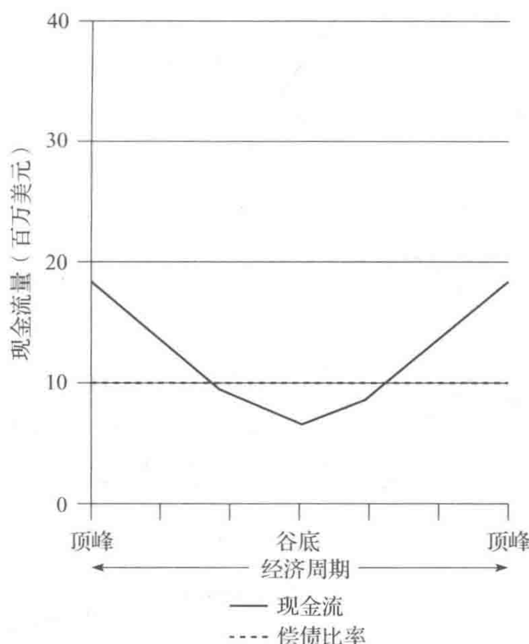


图 10-3 周期型公司和偿债能力——进取型方式

另一种评估方法是预测偿债指标。如果偿债能力比率低，则意味着管理层有遭遇信贷问题的风险。从长远的眼光来看，分析师必须确信公司能在经济下行周期偿还债务。否则，它在周期好转之前就可能破产了！铁路车辆制造商 Trinity Industries 在 2002～2004 年的经济衰退中生存下来，靠的就是大量的现金储备（见表 10-8）。

表 10-8 Trinity Industries 的利息覆盖倍数

		衰退期				
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
息税前利润（百万美元）	151	11	13	14	204	383
利息覆盖倍数	7.2	0.3	0.4	0.3	4.9	6.0
利息费用（百万美元）	21	36	35	42	42	64

注：除去资本性财务开支以及特别费用。Trinity Industries 通过提取自己的现金储备和营运资本，度过了 2002～2004 年的经济衰退。

其他周期

如第 6 章介绍的，除了普通经济周期之外，还有其他促进企业业绩出现周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期性波动的现象。例如，股票经纪公司就呈现出伴随股市兴衰更替而带来的非常强的周期特性。而计算机行业的周期性又导致半导体器件需求的显著波动。有些波动性来自大宗商品可以预计的起落，导致产品价格周期独立于经济周期之外有自身的涨跌循环规律。表10-9展示了近期的股价周期，图10-4展示了美林的盈利表现。

表 10-9 标普 500 指数与美林每股收益的对比

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
标普 500 指数	1 320	1 150	880	1 110	1 210	1 250	1 420
标普指数	100	87	67	84	92	95	108
美林	4.11	2.40	2.83	4.05	4.38	5.16	6.63
美林指数	100	58	69	98	107	126	162

注：此处请关注股票指数和美林的每股收益之间紧密的相关性。

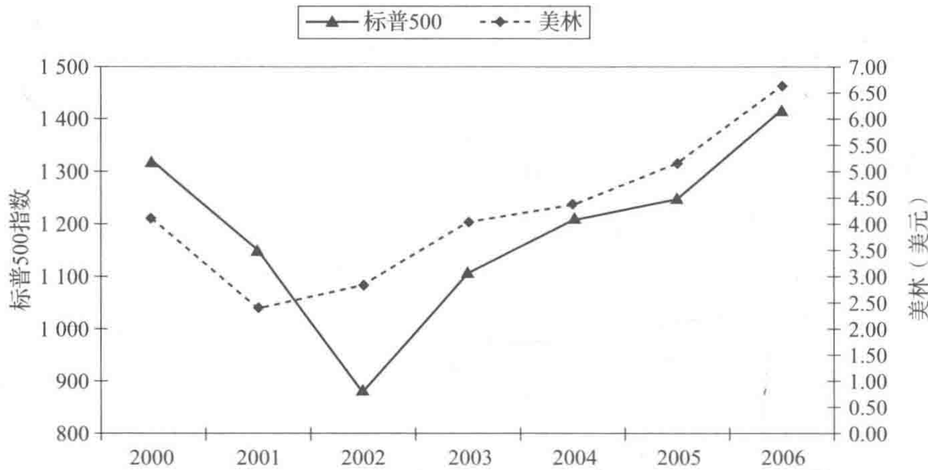


图 10-4 标普 500 指数与美林每股收益的对比

商品行业的大型制造类公司依赖巨大的生产产能。常见的例子有铁矿石开采商（每个矿场10亿美元）、原油化工（每个大型化工厂20亿美元）、造纸（每个造纸厂10亿美元）。生产商的习惯是在经济周期中段或者末尾，当时机较好、信贷宽松时开工扩建新产能。产能上来以后新供给充斥了市场，压低价格，直到需求再次跟上。造纸行业就是说明这种产能扩张收缩的绝佳例证。纸浆价格的变动能说明问题的严重性：2000年是每吨840美元，到2004年跌至每吨450美元，而到了2008年又跃升到每吨880美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衰退型公司

把下降周期中的周期型公司和永远处于下降状态的公司区分开很重要。有时，很难将纯粹的周期因素与同时发生的基本因素变化区分开来，如顾客偏好的转移或产品技术的变化。行业研究在这个问题上能提供指导，但公司也可能在独立运作的子市场中经营。

销售额与利润率的下降完全是公司处于衰退期的证据。盈利能力预测也可以是这种螺旋式下降的进一步印证。很少有人愿意投资一家在现代社会还生产马鞭的厂商。现金流量表和资产负债表分析有助于判断这家公司的可持续能力。

有可能成为近代"马鞭生产商"的一个例子是报纸行业，越来越多的人通过电视和互联网获取新闻，越来越少的人阅读报纸。报纸行业的长期衰落速度大约使读者群每年减少 3%。而报纸行业的股票从 2006 ~ 2008 年平均跌了 70%，说明投资者及时调整跟上了变革的步伐。

转型公司

在每一个成熟的行业中和成长的业务中，都会有明星公司坠落。一旦某个盈利的公司到了转折点，其销售增速会疲软无力。它的销售收入和利润增长由平到负，利润率远远落后于竞争对手。崩溃的原因多种多样，历史财务分析能将这些原因综合为数据的形式，但对预测几乎没有什么帮助。通常管理层会出台重振业务的计划（使恶化趋势得以扭转），但这需要时间和资金分析人员集中分析历史现金流量及杠杆比率的考量，以判断是否有时间和资源使管理层得以推行他们的计划。第 25 章将分析转型公司。

近来有名的一家转型公司是 Waste Management。20 世纪 90 年代末期这家废物处理公司股价曾飞涨，但后来在 2000 年从 58 美元跌至 15 美元。沉重的债务负担、环保责任、会计问题都是公司头顶的乌云。2001 ~ 2008 年，新的管理层和重组使公司恢复盈利，重振了投资者信心和股价。投资者们当初在最黯淡的日子里忽略了重要一点，公司拥有巨大的客户合同和垃圾填埋地。这些资产为 Waste Management 提供了修复业务的财务基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋型公司

历史财务分析对先锋型公司几乎没有用武之地。这类公司销售收入很少，几乎没有盈利，如果用标准工具，即绝对数量、变化百分比、比率等来分析，效果极差。对这类股票的估值事实上完全凭预测，跟公司过去几乎没有什么关联。没有历史趋势，分析师就凭借充满想象力的预测来判断股价。他们指望一次奇迹的乾坤大扭转来减少亏损。在等待利润的时候，分析师有时只能强调一个数据——它的“燃烧率”（burn rate）。

在初创时，先锋型公司现金流量为负。运营费用、研发费用以及资本开支远远超过销售和营运资本变动所提供的现金。先简单地假设不能进行外部融资，分析师就可以计算出“月现金流出”。这被称为燃烧率，因为每一个普通月份里公司会烧掉这么多钱。然后用手头现金除以这个数字，分析师就知道在没有外部支持的情况下，公司大概能存续多久。举个例子，如果公司有 2 400 万美元现金，燃烧率为 100 万美元，意味着能支撑两年。在这段时间里，企业可以避免出售权益类证券，因为那会稀释股东们对未来的利润求偿权。它同时也给出个指标，表明管理层能够把精力集中在研发上，而不是卖股票的灵活度。

表 10-10 展示了对 Microvision 公司燃烧率的计算，并表示该公司的融资可以支撑 10 个月的时间。Microvision 公司生产微缩图像系统，该公司销售额很小，没有盈利，但它拥有前途大好的技术，并有狂热的支持者。

表 10-10 计算 Microvision 公司的燃烧率

截至 2008 年 6 月 30 日的 12 个月份	
现金营运费用（百万美元）	25.0
资本支出（百万美元）	2.0
	27.0
除以每年的月份数	÷12.0
燃烧率（百万美元/月）	2.3
截至 2008 年 6 月 30 日手头的现金（百万美元）	23.0
除以燃烧率（百万美元/月）	÷2.3
月份数	10

注：对于每个月 230 万美元的燃烧率，Microvision 公司可以有 10 个月运营不需要外部融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务游戏

CFO 的绝大部分工作是考虑如何管理每股盈利。本节里，我们会讨论 3 种流行的策略：

- 发行新股来为公司增长进行融资；
- 回购股份，增加每股盈利；
- 提升杠杆率，增加每股盈利的增速。

在本书的许多章节里，财务分析是从公司整体表现的角度加以讨论。只是简单地假定较高的销售收入和净利润可以转化成较高的每股净利润与股利。有无数的情况使得这一逻辑过程并不成立。代替的是公司发行更多普通股以对创新产品、市场份额的扩张以及带来增长的收购进行资金支持。

既然在本书中我们讨论的是普通股的投资，就要先讨论每股基础上的业绩表现。举个例子，假想的 Redwood 公司更倾向于增加销售收入而不是每股盈余。如表 10-11 所示，1995～1997 年净利润年增长率为 20%，对于普通的研究员而言，Redwood 有资格被称为一家成长型公司。然而有经验的分析师会继续调查每股盈余，同一时间里它每年下降 8%，净利润增长没能持续到最底下一行——每股盈余。为达到净利润增长目标，Redwood 发行了太多的新股。

表 10-11 较高的利润，但每股利润较低：Redwood 公司，部分利润表数据

（单位：百万美元，每股数据除外）

	2007	2008	2009	复合年增长率
销售收入	100.0	120.0	144.0	20%
净利润	20.0	24.0	29.0	20%
发行在外平均股本	10.0	13.0	17.0	30%
每股净利润（美元）	2.00	1.85	1.70	-8%

注：总股本增加意味着 EPS 下降，甚至净利润增加了有时也会如此。

Cleco 公司是 Redwood 现象的一个好例子。从 2003 年起，销售收入和净利润平均每年分别增长 4% 和 7%，但每股利润跟不上这一速度，每年只增长 1%。这段时间里，Cleco 公司增发新股 28%（见表 10-12）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-12 Cleco 公司利润表前几项的增长没有导致相应的 EPS 增长

	2003	2004	2005	2006	2007	年复合增长率
收入（百万美元）	875	746	920	1 001	1 091	4%
净利润（百万美元）	61	66	75	75	80	7%
每股净利润（美元）	1.26	1.32	1.42	1.36	1.32	1%
发行在外总股本	47	49	50	57	60	6%

历史分析揭示了 Cleco 为达到增长而采用的财务手段有问题。接下来的问题是：为支持该公司未来表现是否需要再发行这么多新股?

对一些公司而言，分析师可能注意到，利润表前几行的增长温和或是根本不存在，但每股盈余仍然能持续上升。这种情况的原因是：①股份回购计划，②较高的财务杠杆率。

股票回购计划

当净利润持平时，公司可以通过减少发行在外的总股份来使每股利润上升。经董事会授权，公司买进自己的股票然后登记在库存账户，于是这部分股票不再计入“发行在外总股本”。每股利润的分母于是变小

EPS = 净利润 / 发行在外股份数

股份回购的有效性取决于几个变量，例如现金的机会成本、负债成本、股票价格、税率以及市盈率。

棒约翰比萨就实践了这一技术。如表 10-13 所示，公司过去 3 年的利润增长平缓（2005～2007 年），但 EPS 增长超过 17%。这一差异的原因在于公司的回购计划，将发行在外总股份从 2005 年时的 3 400 万减至 2007 年的 2 900万。

表 10-13 通过股票回购计划提升 EPS：棒约翰比萨

	2005	2006	2007	年复合增长率
收入（百万美元）	970	1 002	1 064	5%
净利润（百万美元）	42	47	50	9%
每股净利润（美元）	1.21	1.42	1.66	17%
发行在外平均股份（百万）	34	33	29	−8%

注：棒！约翰 10% 的 EPS 年增长率已经近乎两倍于 9% 的净利润增长率。股份回购减少了发行在外股份数 3%，并提高了 EPS。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加杠杆率

当面临平庸的利润前景时，一些公司靠提高负债水平促进每股利润的增长。相对于发行新股为新增的投资来融入资金，这些公司倾向于用负债来满足外部现金需求。由于股本数保持稳定，股东权益避免了被稀释，但代价是公司利润更容易波动，因此风险更大。

让我们来看看 Industrial Distribution 公司的案例。在 2008 年 12 月，它不得不决定如何融资 1 亿美元以完成一座新仓库设施及相应存货。在一次董事会议上，财务总监推出了一个全部通过债务融资的选项，并加上了杠杆率计划如何使 EPS 增长更快。

“预测的 EPS 增长率现在低于平均水平，”他说，“权益融资对我们来说成本太高。”形成鲜明对照的是，运营总监力推保守的、完全采取权益融资的方案：“我们对商业周期很敏感，”他说，“EBIT 并没有上一个台阶，负债已经达到了 1 亿美元的水平。”一位助手做了准备并呈交给董事会 3 个备选方案（见表 10-14）。

表 10-14 Industrial Distribution 公司 3 种备选融资方案

资本结构	备选方案		
	无所作为	发行长期债券	发行新股
短期负债（百万美元）	100	—	—
长期负债（百万美元）	100	200	100
股东权益（百万美元）	200	200	300
总资产（百万美元）	400	400	400
发行在外平均总股本（百万）	20	20	26
预测的 2009 年 EBIT：5 亿美元			
所得税税率：40%			
股票价格：17 美元			
预测的 2009 年 EPS：1 美元			

董事会应该选择哪一种方案呢?

融资讨论的要点在于，公司对风险的偏好及其对未来经营结果的预测。在“晴天”（乐观情景）的预测中，全部债务的选择明显胜出，每股利润年均增长 11%。相比较之下，全部发行新股每股利润仅仅增长 8%，“雨天”（悲观情景）的预测假定在整个阶段中期会有 1 次周期性的下降，威胁到公开支付现金股利和债务利息的能力，雨天情况下股权融资的每股利润较高。表 10-15 提供了详细情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-15 Industrial Distribution Company：3 种融资方案

（除每股数据外，单位均为百万美元）

	2009	2010	2011	2012	2013
“晴天”预测					
销售收入	1 000	1 100	1 150	250	1 350
EBIT	50	54	58	63	68
每股盈利					
债务融资	1.02	1.14	1.26	1.41	1.56
股权融资	1.00	1.09	1.18	1.29	1.38
“晴天”预测中，全债方案的每股盈利更高					
“雨天”预测					
销售收入	900	800	700	800	900
EBIT	40	35	30	35	40
每股盈利					
债务融资	0.75	0.60	0.45	0.60	0.75
股权融资	0.76	0.65	0.53	0.65	0.76
“雨天”预测中，全股方案的每股盈利更高					

通过改变融资策略，Industrial Distribution 公司能改变预测的每股利润表现。其他公司也玩类似的把戏来挽救不妙的前景。一些杠杆比率保守的公司举借高额债务，来完成大型收购。另一些公司举借可观的债务以大量回购股份，于是增加杠杆率并同时削减发行在外总股份。正确的财务分析里，应该简要揭示这些拟定每股利润的策略。

新增发行在外的股份数?

另外需要注意的是混合证券造成的股权稀释。除了可转换债券和员工股票期权，近来的金融创新创造了难于辨认、基于股权类的混合证券。这意味着只有仔细研究财务报表附注和股东签署委托书，才能为这些问题提供答案。

小结

华尔街喜欢把公司的特征按简洁的方式归类，尤其是在 6 个分类之内。分析师在完成了财务分析之后，把研究的公司按这些准则分门别类。

- 成熟公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 成长型公司。
- 周期型公司。
- 衰退型公司。
- 转型公司。
- 先锋型公司。

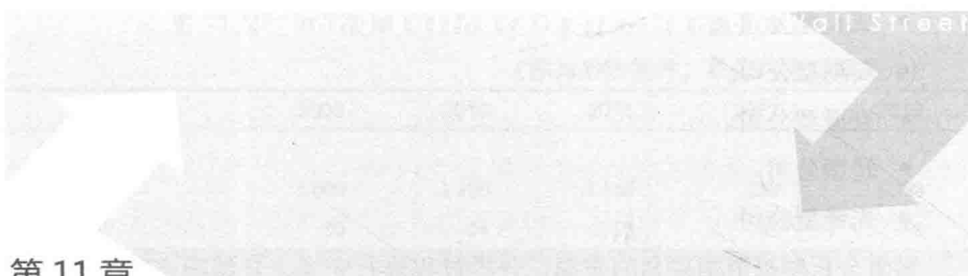
随着分析师搞清楚盈利的来源，分类过程进行完毕，开始确定销售收入和利润的表现能否同 EPS 相一致。

公司有以下几种途径使利润表顶端和底端的项目表现不相一致。

- 发行新股以支持增长。
- 回购股份以提高 EPS。
- 提高杠杆率以加速 EPS 的增长。

如果所有公司的销售收入、净利润、每股净利润都表现出稳定向上的趋势，证券分析就容易得多。由于现实世界并非如此，分析师就面临着大量令人迷惑的业绩模式。现在既然分析师对影响历史表现的各种背景因素有了深入理解，他就可以开始进行财务预测。在当今的市场上，构建未来的景观比描述过去更为重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 11 章

财务预测指标

大多数研究报告中含有被调研公司的销售收入和盈利预测。分析师着手进行预测之前，应该了解通用的方法和常见的缺陷。这项工作的重中之重则是结合实际，做出谨慎乐观的假设。

构建准确的财务预测是一项艰巨的工作。正如第 5 章所示的自上而下方法一样，源于经济、行业和公司本身，能够影响公司业绩的变量非常多，以致做出预测看上去几乎是不可能的。学术文献中也有很多研究表明盈利预测是不准确的。甚至连一年期的预测都可能有 25% ~30% 的平均误差，可我们又有什么其他选择呢？人人都知道格雷厄姆和多德基于低市盈率（price/earnings ratio）和低市净率（price/book ratio）挑选便宜股票的方法，因此这种机会几乎不存在了。相对价值分析能够识别出某些定价不合理的股票，但投资人仍冒险投入已经被高估的板块。虽说预测中存在种种问题，股票的价格仍然是“向前看”（forward looking）的产物，且这种方法确有理论依据。这就是为什么研究报告的第 6 章如此重要。

从业人员不是预言家，所幸，没人在证券分析中追求完美。正如之前提到的，那些 60% ~70% 的时候能做出正确预测的分析师，已经能成为证券分析界的“超级明星”。并且，正确的预测不代表能对年复一年的每股收益做出精确到“每分钱”的预测。仅仅发觉到某个市场一致预期有悖于常识，就可以使投资者获益，他们能以此作为买入或卖出的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章，我们将介绍具体公司层面的财务预测方法，并会评论那些能使你成为更好分析师的准则。将增长百分比应用于收入预测和使用存货周转率等预测的细节，在第 8 章、本章、第 15 章和第 19 章中有具体介绍。

研究报告示例

1. 概述
2. 宏观经济评述
3. 有关股票市场前景
4. 公司及其业务评述
5. 财务分析
6. 财务预测 ✓
7. 估值方法的运用
8. 投资建议

预测的流程

正如第 5 章演示的，运用自上而下的方法可以找出宏观经济、资本市场和具体行业等影响公司业绩的重要变量。通常，这些变量之间的关系是依次连接起来的，形成预测的阶梯（cascade of projections）（见表 11-1）。

表 11-1 预测的阶梯流程，住宅建筑公司

自上而下的分析	住宅建筑公司的预测示例
经济	国民生产总值（GNP）将增长 3% ↓
资本市场	利率会下降 ↓
行业	住宅供给开始增加 ↓
住宅建筑公司	住宅建筑公司的市场份额增加，因此其销售收入的增长率可达到 15%，而不是 10% 的行业平均增长率。稳定的利润率意味着利润也将增长 15%

典型的财务预测

典型的财务预测严重依赖于过去所发生的情况。内曼·马库斯就是个经典的案

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例。比如，同店销售额、毛利率、销售费用、总体费用和管理费用等关键数据，相比历史情况有望得到温和上升，并且预测中不存在经济衰退、新的竞争对手进入和重大市场变化等情况。大部分的预测都会遵循这一模式，即未来反映了刚刚过去的情况。事实上，投资者很难反驳这种用“后视镜开车”（rearview mirror approach）的方法。对于像内曼·马库斯这种理论上稳定的公司，预测它何时会面临严峻衰退或何时会恢复活力，财务分析人员、经济学家和其他的投资专家是出了名的不怎么样。结果，大部分对现有公司的预测都是将最近的历史表现延伸至未来，通过回归、移动平均、趋势线或指数平滑等推导松散的数学模型而获得。

这一惯例的明显例外是周期性公司，许多观察家指出，大部分从业人员不愿意预测经济衰退。相反，许多对周期性公司所发布的预测都步调一致地预测其业绩会向上发展，就像对稳定型公司进行预测一样。亨斯迈化工 2008 年的预测恰恰提供了一个这样的例证，即便当时美国的经济已经步入衰退（见表 11-2）。

表 11-2 亨斯迈化工：没有周期的周期性公司预测

	2008	2009	2010	2011	2012
收入（10 亿美元）	9.7	9.9	10.2	10.9	11.2
息税前利润（百万美元）	655	9 087	1 009	1 201	1 255

注：这份预测中不存在任何商业周期，尽管经济已经步入衰退。
资料来源：Huntsman 2008 Proxy Statement。

其他预测方法

为了避免完全依赖于历史数据对已有公司进行预测或为新公司构建预测，分析师也寻求其他方法对过去的历史进行趋势分析。这些方法适用于那些没有历史记录，或处于易变行业的公司。前者的例子比如初创企业，后者的例子比如依赖不断变化的技术或以时尚为导向的企业。

财务预测的基本组成部分是收入预测。大部分的费用和资产负债表科目都是直接由收入产生的。因而进行分析的首要任务就是确定哪种方法最适合预测收入。大部分分析师的第一个反应是把过去的销售历史作为预测未来收入的参照。这种方法适用于大多数企业，但需要根据企业产品供应、产品价格、竞争环境和技术方面可能产生的变化进行预测。即便有些公司在同一个行业中经营，它们所包含的特殊因素也使得对每个公司的预测都要随之变化。其中许多因素包含强烈的历史偏向，另外一些则需要单独解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入预测的常见方法是运用我们现已熟悉的企业生命周期。另一种方法是分析行业属性。无论是企业生命周期位置还是行业分类，都包含了读者熟知的收入增长模式（见表 11-3）。

表 11-3 界定进行收入预测的企业

企业生命周期	预期销售业绩
开拓型	销售收入难以预测且波动较大
成长型	销售收入随着产品被广泛接受而稳定增长
成熟型	销售收入随着市场的饱和而温和增长
衰退型	随着消费者被更新的创新产品吸引，销售收入下降
行业特征	**预期销售业绩**
成长型	销售收入随着产品被广泛接受而稳定增长
周期型	板块中企业的销售收入都随着经济周期而变动（如汽车业、住宅建筑业）
防御型	销售收入的运动可以抵抗经济周期的变化（如面包、啤酒和烟草公司）

当分析师确定了企业、行业与生命周期位置之间的匹配关系后，就可以选择合适的预测方法。收入预测的方法可以分为三大类：①时间序列法；②因果关系法；③定性分析法。

时间序列预测方法

时间序列分析背后的基本假定是：未来会与过去相似。因而，分析师可以通过运用移动平均、指数平滑或趋势线等方法分析历史数据，对未来收入做出预测。运用这种技术，一家过去五年以 10% 的速度增长的公司，未来的增长率很可能也是 10% 左右。除非有人能提出全新的理由促进激烈的逆转，这种“后视镜”的方法很难被有效质疑。

时间序列分析已经被证明能较好地运用于食品、电力和医疗保健等基础产业中。因而，它通常应用于预测稳定和防御型的公司。针对具体公司层面，对这些公司做出精准的预测很困难，但如果该公司占有大量的市场份额，做出准确预测则相对容易一些。因为具有主导地位的企业，比如啤酒行业的百威（Budweiser），通常可以代表整个行业。

时间序列方法的弱点在于无法预测公司业绩的转折点。转折点往往是难以预料的新竞争对手或产品革新的结果。时间序列方法如何能够预测到在称霸了汽车行业 15 年之后，SUV（越野车）会出现销售的死亡？如何预测到苹果电脑命运的彻底扭转？

时间序列方法的另一个弱点是商业周期。这些现象不会出现在预设好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间表中，而且持续时间和规模变化很大。显然，我们还需要其他的预测方法。

因果关系预测方法

因果关系方法通过建立销售收入与独立于公司之外的一些特定变量之间的关系来预测销售收入。很多时候，这种关系涉及广泛的经济数据，比如国民生产总值（GNP）或就业率。举例来说，水泥的需求与 GNP 增长密切相关，因而水泥行业预测很大程度上依赖于对 GNP 增长的估计。其他情况下，人口因素可能影响公司未来的销售收入。比如，美国的老龄化趋势必然导致养老院成为增长性的行业。对另一些公司而言，与行业相关的因素则会推动收入增长，比如新屋开工会带动家具的销售。

公司特有的因素可能也有因果关系，在酒店业，一家连锁酒店未来的销售收入会受到其新酒店建设计划的影响。电脑芯片生产商的销售收入会受到其新生产车间的影响。

量化这些因果关系涉及运用回归公式或计量经济学计算。将未来销售收入与过去观察不到的变量联系起来的客户调查和可行性研究，则可以作为以上结果的补充。比如，2007 年以后拉斯维加斯的酒店客房价格下跌。一份旅客调查可以对这种未来与新开业酒店客房供给之间的联系进行量化。

因果关系预测既适用于处于企业生命周期的稳定或衰退阶段的企业，也适用于周期型或防御型行业中的企业。由于有足够长的过往业绩与外部变量相联系，一家处于成长阶段后期的企业通常可以使用因果关系预测方法。

定性预测方法

定性预测方法适用于提供新产品或新服务的初创企业和成长企业。鉴于缺乏历史业绩作为指导，预测销售收入的人员通常只剩下专家观点、市场调查研究和历史类比可以作为他的分析工具。有时候得出的结果无非是有根据的揣测。市场对于真正的新产品的反应很难测度。对产品接受的程度如何、消费者愿意支付的价格是多少等这类问题，即便是经验丰富的专家也很难回答出来。比如，直播卫星广播服务和可穿戴式计算机，就把华尔街的预言家们搞晕了。

任何可能成为分析师的人，都会被建议在预测中使用定性方法，即使被预测的公司有稳定的销售业绩。这一额外的工作也是有效研究报告的重要部分，并且有可能揭示出投资界没有注意到的转折点。表 11-4 中是用于预测销售收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重要定性方法。

表 11-4 定性预测方法

专家	从业者咨询一位或几位行业专家，以形成销售预测的假设
市场研究	消费者研究被用来估计潜在或已有产品线的未来需求和定价
历史类比	分析师将公司可能的销售收入与过去曾提供相关概念的公司联系起来。比如，黑莓手机生产商研究过向美国家庭引进手机和游戏机的情况
未来学家	长远的眼光，比如未来 5 ~ 10 年，可能需要一种区别于传统的解释。现代公司的力度、强度和速度会带来无法预估的变化。每个行业都有它的梦想家，试图超越明显可见的近期发展，观察未来

对亨斯迈化工预测的评论

对像亨斯迈化工（Huntsman Chemical）这种成长型公司的历史数据推算出的预测，谨慎的分析师需要衡量因果分析和定性分析。首先，2008 年美国的经济正在放缓，该公司的单位增长率很可能随着经济状况而下降。其次，该公司石化产品线的收入与走高的原油价格相关，这意味着比管理层所预测的收入更多，但利润率更低。最后，美元疲软似乎难以为继，影响了该公司所预测的出口收入额。总而言之，更为合理的预测应该是：亨斯迈化工会有较高的销售收入和较低的利润。

销售收入的预测是从历史回顾中获得的对未来的评估。随之而来的问题是：毛利率是否可能在未来发生变化？随着销售收入的上升，管理费用（SG&A expense）能否仍维持不变？未来几年的存货周转率是否会大幅提升？这些问题的答案为分析师提供了预测的框架。在亨斯迈化工的例子中，比起 2008 年兼并委托声明中所给出的数据，一位就事论事的分析师所提供的预测就没有这么乐观。比如，油价高企对利润率的损害，次贷危机导致的利率价格维持高位，这些因素会限制企业未来的扩张和收购活动。表 11-5 中显示的是管理层给出的数据和理性的分析师得出的假设数据之间的对比。

表 11-5 亨斯迈化工：简要的财务预测数据

（收入单位：10 亿美元，EBIT 单位：百万美元）

	2008	2009	2010	2011	2012
委托声明			乐观的预测		
销售收入	9.7	9.9	10.2	10.9	11.2
息税前利润	655	908	1 009	1 201	1 255

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	2008	2009	2010	2011	2012
委托声明	乐观的预测				
销售收入增长率（%）	1	2	3	7	3
息税前利润率（%）	7	9	10	11	11
理性投资者	现实的预测				
销售收入	11.0	10.8	10.5	10.8	11.5
息税前利润	430	360	475	668	947
销售收入增长率（%）	13	-2	-3	3	6
息税前利润率（%）	4	3	5	7	8

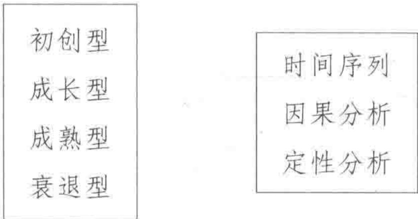
注：委托声明中包含的乐观预测并不符合亨斯迈化工的结果。一名理性投资者会使用现实的数据。
资料来源：SEC filings and author estimates。

准备预测

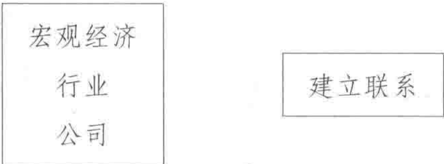
对于亨斯迈化工或任何公司的预测，分析人员应该遵循以下 7 个步骤。

做出预测的 7 个步骤

1. 完成历史财务分析。
2. 将公司类型与合适的销售收入预测方法相匹配。



3. 为其他自上而下的变量选择合理的假设。



4. 对利润表做出预测，自销售收入开始至息税前利润（EBIT）。
5. 估计外部资金需要（如果有的话）和未来融资结构，比如通过债券或普通股。
6. 完成全部的预测，直至估计出每股盈余（EPS）。
7. 进行实际性检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤 1、2 和 3：关注自上而下的研究和历史财务分析

前三个步骤分析师进行自上而下的研究和历史财务分析。经验决定了他会把重点放在关键假设和联系上。对于一般公开上市的股票而言，可以把这类项目归纳至 1 到 2 页之内，通常的预测期间是 5～10 年。

步骤 4：先预测出息税前利润（EBIT）

正如上一章指出的，公司的融资决策会影响每股盈余（EPS）。更多的债务意味着更多的利息成本。如果发行的股票更多，每股盈余会落后于净利润的增长。在对税前利润、净利润和每股盈余做出预测之前，分析师要均衡考虑未来的债务和股权融资。这也就是息税前利润（EBIT）为什么是一个很好的出发点。

资本结构的假设与公司对厂房和设备、存货、应收账款及其他经营需要的预测紧密相关，这些项目会随着销售收入的变化而变动。

步骤 5：未来的融资结构

公司的经营业绩、股票市场价值和信贷信用，在未来的融资结构中扮演重要角色。像金宝汤（Campbell Soup）这种具备良好业绩记录和保守资产负债表的公司，比亚马逊这类科技公司更容易获得债务融资。分析师可以根据逻辑得出判断：后者更可能通过发行股票而不是债券来融资。

天真地假设负债可以填补未来经营性现金流入和成长所需现金支出之间的差距，这是初级分析师（和 MBA 学生）通常会犯的一个错误。新手的错误是使用负债来避免每股盈余未来被不必要的摊薄，但现实世界中并非如此。公开上市的公司中仅有少量满足投资级债券的资格（即可以轻而易举发行债券融资的精英企业）。大多数公开上市公司的信用评级是垃圾债，而且他们的债务融资选择非常有限。为杠杆率参数做出假设时必须遵从现实，即使这意味着标的公司要发行更多的股票。

步骤 6：完成每股盈余预测

融资计划就位之后，分析师便可以估计预测期内的利息费用和发行在外的总股本，继而计算出利润表中的税前利润、净利润和每股盈余。最后一步是完成资产负债表和现金流量表的估算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤 7：现实检查

有了最终的预测在手，分析师该回头检查一下；也许是用几天时间，来考虑所预估的数字是否合理。以我的经验，许多分析师被电脑上运行的无穷无尽的情景假设搞晕，而他本应该做的是花上几秒钟去检查预测中的基础假设。有时候，别人的眼睛有助于发现明显的不一致之处，而我推荐分析师将摘要数据出示给利益不相关的第三方，比如同事或行业评论家。

我注意到对于卖方分析师而言，现实检查会严重向目标公司管理层倾斜。即便经过了痛苦的研究和财务模型分析，经纪公司的分析师还是感到不放心。由于急于得知公司内部的预测结果或其他分析师的意见，这些分析师会把自己的预测呈现给公司的管理层，管理层就有机会劝阻他别做出任何会使市盈率下降的假设。管理层虽然是重要的信息来源，但他们的观点显然存在着偏见，因此对他们的意见不能全盘接收。否则卖方分析师会感到压力而顺应他人的共识。

三种情景

在步骤 1 到步骤 6 的细化过程中，分析人员会尝试推演各种替代情景，以检测不同假设下的利润和现金流。这些情景会产生出许许多多的预测结果，但通常是三种版本的不同变化：①上行情景（乐观预测），②基准情景（最佳猜测），③下行情景（悲观预测）。对于成熟行业中的已有公司，最初预测的息税前利润（EBIT）会在基准预测 ± 10% 左右的区间内，未来的 EBIT 会逐渐高于这一水平。在糖果制造商玛氏公司（Mars）2008 年对口香糖制造商箭牌公司发起的 220 亿美元的收购中，高盛便使用了这种方法做预测（见表 11-6）。

表 11-6 箭牌公司：3 种预测情景 （单位：10 亿美元）

	预测				
	2008	2009	2010	2011	2012
上行情景					
销售收入	6.1	6.8	7.7	8.6	9.6
息税前利润	1.2	1.4	1.6	1.7	2.0
基准情景					
销售收入	6.0	6.6	7.2	7.9	8.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	预测				
	2008	2009	2010	2011	2012
息税前利润	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6
下行情景					
销售收入	5.9	6.4	6.9	7.4	8.0
息税前利润	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3

注：财务预测通常要求三种情景。此处每种情景中的销售收入增长和利润率需要修正 ±2%。
资料来源：SEC filings and author estimates。

大部分研究报告中的上行情景都假设衰退不会发生、产品会推介平稳和只存在适度竞争。而下行情景则会包括衰退、价格战和转折点。许多实战型的投资组合经理对于下行情景嗤之以鼻，认为它们太过悲观。但一个深思熟虑的投资者则需要对情景变坏时，企业的财务缓冲余地进行检查。对于长期的预测，比如 7 ~ 10 年而言，分析师应该在预测中包含至少一次的经济衰退。

周期型公司预测

由于衰退不可避免，分析师在预测任何周期型公司时，有必要在基础情景预测中含有 1 ~ 2 年的下行周期。然而，大部分分析师却忽视这一建议；亨斯迈化工就是一个例子，它的预测中显示其利润在 5 年之中以同样的速度攀升。即便是对该行业简单地回顾一下，也会发现过去 20 年中的明显周期（3 个强劲的收入增长期，接着是 3 个急剧的衰退期），而他们 2008 年的预测却坚持认为这次情况将有所不同。这种认为亨斯迈化工能逃脱化工商品周期的有趣想法纯粹是一种揣测。

资深的钢铁行业分析师吉姆 · 鲁道夫则提供了一种更为实际的方法：“你知道这类资本密集型企业会经历一次周期性下滑，所以你的预测不得不反映出（经济兴衰）波动影响。”因此，虽然未来的整体销售趋势是震荡向上，但间或也会被一两个下滑的年份所打断。如果有人假设飞机订单有重复出现的 7 年周期，则亨斯迈化工公司的收入会在 2008 年达到峰值，继而会有一两年 15% 的下滑。

同样的原理也适用于大部分的周期型企业，包括经营资本物品和耐用消费品的公司。假设其基础业务是有前途的，则相关的销售和利润预测应该如图 11-1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

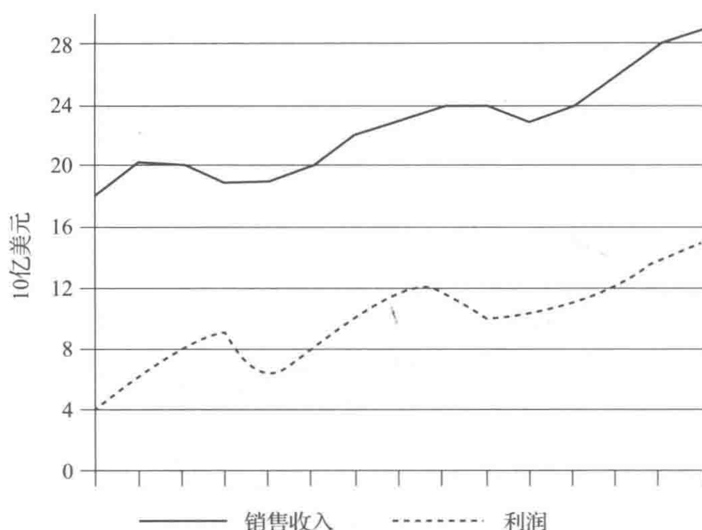


图 11-1 周期型公司长期预测

曲棍球棒现象

曲棍球棒现象（hockey stick phenomenon）是这样发生的：①一名专业人士评估某稳步成长的公司并做出财务预测；②为了证明其投资建议的正确性，他提高了投资公司之后的年度盈利预测；③原本这只股票看起来已经被高估，而其他人会根据这份预测买入该股票。从图形上看，这种乐观预测类似一个曲棍球棒（见图 11-2）。

曲棍球棒现象在牛市的后期最为盛行，因为投资者要越来越多的做出乐观假设，这样才能使他们为股票支付的高价显得合理。Becchetti、哈桑（Hasan）、桑托罗（Santoro）和 Anandarajan 等教授 2007 年的研究中证实了这种说法。曲棍球棒现象也是兼并和收购业务以及杠杆收购业务中特有的。想想雅虎在 2008 年 4 月的评论！其首席执行官杨致远拒绝微软提出的 400 亿美元收购，辩解道："我们坚信我们可以大幅加速收入增长，回归利润率的历史高点，并在 2010 年使经营现金流翻番。" CEO 们和商业银行家们往往会使用言过其实的数据来促成发债、融资、首发上市（IPO）和收购兼并（M&A）等交易，却把常识抛诸脑后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

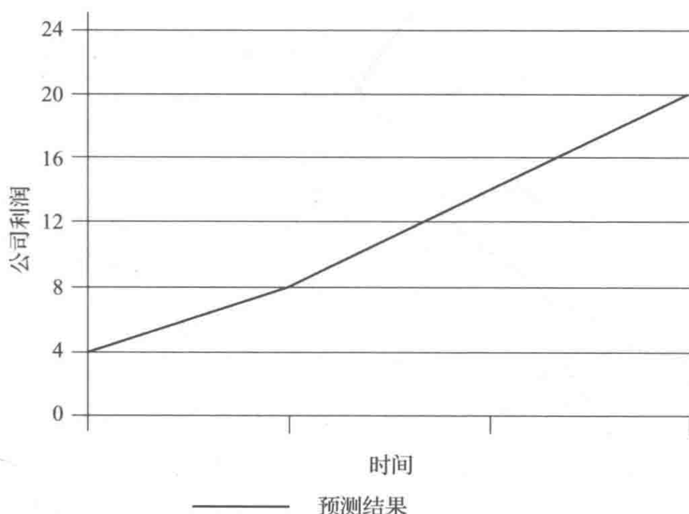


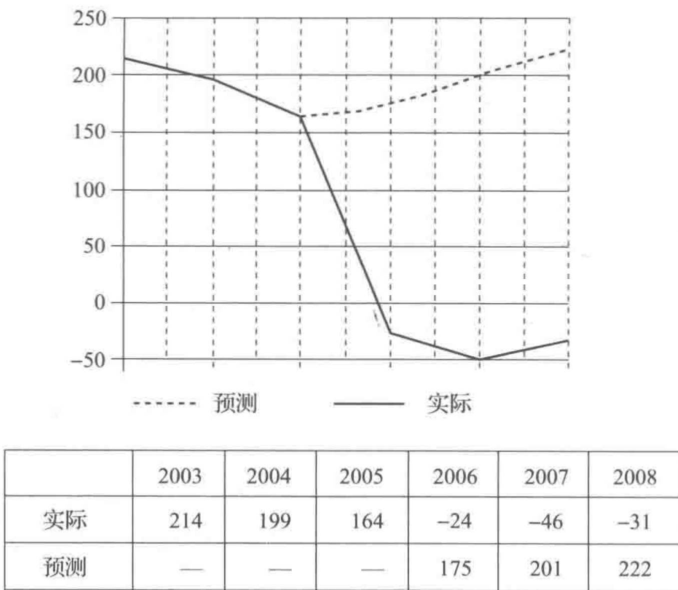
图 11-2 曲棍球棒预测

注：注意预测结果在曲棍球棒预测中是如何突然变好的。

这正是由运作杠杆收购业务的阿波罗管理公司，在 2005 年对家用纺织品专业零售商利纳斯公司（Linens' n Things）的 17 亿美元并购中所发生的事实。为了高过两名行业参与者的出价，阿波罗管理公司假设利纳斯公司的利润会发生大幅度上升，然而这一情况并未发生。相反，经济下滑减少了消费者的支出，并加剧了家用纺织品的价格竞争。由于在这种未能预见的环境下无力偿还债务，利纳斯公司申请破产。这桩交易表明，即便经验老到的投资者也会就范于过分乐观的念头。图 11-3 概括了这种状况。

宾夕法尼亚州立大学的库萨蒂斯（Cusatis）和伍尔里奇（Woolridge）教授在 2008 年的一份研究报告中表明：长期来看，卖方分析师的预测过于乐观。此外，即便是对于周期性企业，分析师也很少会预测负面的每股盈余增长。华尔街的炒作心态固然助长了这种卖方偏见，但我在私募股权投资和贷款机构的经验表明，这两个板块也更青睐稳定、向上的预测，而不是如同公司的跟踪记录显示的那样，做出业绩波动的预测。由于大量的证券和公司贷款从业人员会不停更换工作，如果他们的前任雇主在一桩估值不佳的交易中蒙受损失，那这些从业人员的职业生涯也将由于参与过该交易而受到影响。因此，对于试图使尚未彻底审查的交易获得批准的行为，机构中的投资决策委员会必须加以抵制，即便这会影响他们的短期业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	2003	2004	2005	2006	2007	2008
实际	214	199	164	−24	−46	−31
预测	—	—	—	175	201	222

图 11-3　曲棍球棒预测：利纳斯公司的息税折旧及摊销前利润

资料来源：SEC filings.

小结

大多数财务预测的关键变量是销售收入，从业人员重点使用 3 种方法来预测该科目——时间序列、因果分析和定性分析。一旦选择了销售收入的预测方法，分析师遵循 7 个步骤的过程来完成财务预测的剩余部分。这一过程中常见的错误包括：天真地以为可以通过债务融资满足未来资金的需求、使用过分乐观的假设。正面思考是投资行业的职业病，建议从业人员应准备多种预测情景，并时不时咨询独立顾问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

评估及投资决策

有了估值报告的结论后，分析师就可以回答如下两个问题：①这个公司是否估值恰当？②根据上述问题的答案，我是否应该建议买入或卖出股份？本书的第三部分介绍了回答这类问题的框架。

第 12 章　评估方法
第 13 章　内在价值与现金流量折现
第 14 章　现金流量折现法：选择正确的折现率
第 15 章　相对估值法
第 16 章　边缘公司的业绩评估
第 17 章　并购市场、证券分析和估值
第 18 章　分部加总法
第 19 章　投资建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

评估方法

第 12 章讲述估值方法论中的原则。后面的章节将继续深入讨论估值方法，并附上更多案例。

现在我们已经研究了历史财务分析和财务预测。现在是时候来了解一下投资者用来决定合理股价的方法了。该方法同样也可以用来对私募股权交易和公司并购进行估值。在本章和后续章节里，我们会讨论 4 个主要方法，逐渐灌输到股权市场的估值原则中，并形成报告的第七部分。

研究报告模式示例

1. 引言
2. 宏观经济述评
3. 相关股票市场前景
4. 公司及其业务分析
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 定价理论的应用 ✓
8. 推荐意见

回忆下前文提到的估算普通股票价值时有五种广泛运用的方法（见表 12-1），但只有前 4 种是适合本书的、“准科学”的方法。它们根据经济、资本市场、行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和公司信息，对公司的经营业绩和股票价格进行预测。

表 12-1 估值方法

1. **内在价值法**	一家企业的价值等于其分发红利的净现值。内在价值有时也被称为基础价值或折现现金流（DCF）
2. **相对价值法**	通过与同类公司的价值做比较，来决定一家公司的价值
3. **收购价值法**	通过确定一家公司的股票相对于第三方收购者而言的价值，来计算股票的价格
4. **杠杆收购法**	某项业务的潜在价值是其在杠杆收购中的价值
5. **技术法**	通过研究先前的股价交易模式，可以预测股票价格

评估每种方法

本书中介绍的四种方法都有各自的优缺点，总结如下。

内在价值法（折现现金流或 DCF）

+内在价值法从理论上讲很合适，也是很多教科书的内容。

+对公司做债务融资的投资者在发放贷款时、对债券定价时，经常使用 DCF 模型。

-股票专家不愿意过于强调 DCF 的结果。其严重依赖于 5～10 年的预测结果。众所周知，只要超过 1 年预测结果就非常不精确，更不要提 5 年到 10 年了。

-从业人士对于未来现金流使用多少的折现率合适，难以达成共识。

-一点微小的变动，例如对于盈利增速或者折现率 1% 的变动，会导致巨大的估值差异，从而妨害 DCF 的可信度。

-终值经常超过了 DCF 估算值的一半，导致现金流预测重要性的下降。

相对价值法

+相似的上市公司的价值是无可争议的，因为其股票价格每日公开。

+计算过程涉及企业价值（EV）/销售额、EV/EBITDA、市盈率（PE），以及其他类似指标，这些都是有实质内容的。因为标的公司的财务报表经过了审计师审计。

-很多研究公司的业务缺乏真正的可比公司，所以可比性很差。

-对于整个可比公司群体是否正确估值，并没有统一的准绳。在互联网泡沫期间，整个互联网板块的价格都虚高了。

-相对价值依赖于过往历史业绩和当前股价，但投资者应该关注的是公司的未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购价值法

+和相对价值法类似，并购价格（以及价格乘数）和同类上市公司的价格都是公开数据。

+公开收购价格可以辅以私下交易的价格。

-一般而言，并购的可比数据要比上市公司的可比数据少，降低了并购价值法的数据有效性。

-私下的兼并收购交易缺乏公开交易的丰富信息，因此导致相应的决策也不能那么明确。

-和相对价值法一样，收购价格是后验的，是会受市场情绪传染的，可能会和未来基本面的常识相悖。

杠杆收购法

+杠杆收购法（LBO）背后的主要假设是——可以获得的举债额度、利息成本、还款计划，PE 参与者可以进行验证。

+PE 公司们已经有相当长时间利用的 LBO 历史，增加了该方法的可信度。

-很多目标公司缺乏成为 LBO 对象的潜质，这些要求包括低技术含量的行业、持续的盈利记录、近乎无负债的资产负债表。对于没有潜质的公司，杠杆收购法不可行。

-战略收购方和公开市场的投资者通常购买的对价要比 PE 公司高，因此该方法某些时候可以作为底价。

使用多种方法

估值过程的不确定性本质和很多任务的特定情境，经常需要分析师把 4 种方法一起使用。因此，分析师的一部分工作就包括使用不同的权重或者不同侧重点来做出投资决策。根据我在各个金融场合的经验，股权投资者、并购专业人士、商业评估师通常给 4 种方法赋予的权重如下。

估值方法	机构股权投资者的权重（%）
内在价值法/折现现金流	20
相对价值法	50
并购价值法	20
杠杆收购法	10
	100

换句话说，在 100 个随机项目中，相对价值法是最主要的方法，在 100 次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里有60次都是（即占比60%）。或者说，在某一个项目中，如果分析师希望把各种方法结合起来得到最佳效果，通常会给相对估值法60%的权重。

如果客观运用的话，这些方法可以呈现良好的交叉比对或真实性检验效果。例如，当1999年互联网股票以10倍于年收入额交易时，很多投资经理都不愿采用相对估值法，因为他们认为该板块的股价已经虚高了。当他们使用自己的DCF模型算一遍互联网股票之后，结果是股价应当只有年收入的2~3倍。几年前中国股市也爆发了类似的现象。这就是为什么对于大多数项目，我推荐分析师们同时使用多种方法。

这几种方法的使用权重可以随着经验而提高。这也是为什么刚入行的分析师在职业生涯的头几年里，跟随资深从业人士当学徒。

小结

华尔街使用4种方法来对权益类证券估值：

（1）内在价值法（折现现金流）；

（2）相对价值法；

（3）并购价值法；

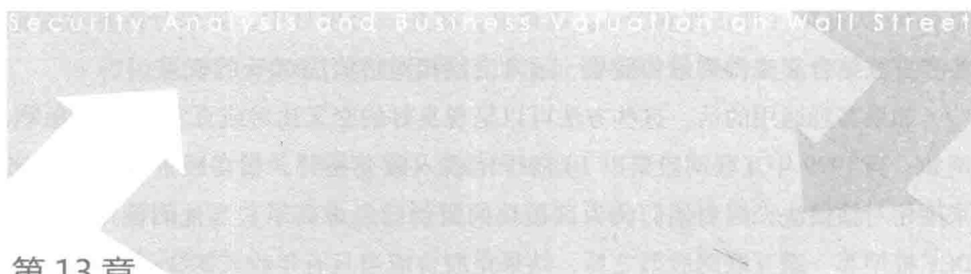
（4）杠杆收购法。

相对价值法在华尔街受到的关注最多，但远非完全简单。大多数投资者使用各种方法的组合以达到最佳效果。

在接下来的章节里会主要介绍这4种方法。除了本章提到的优点和缺点以外，也举了一些带具体数字的例子。

估值报告的目标不是走过场，而是最终的投资决策。在各个章节介绍完每一种估值方法后，我会用一个案例作为第三部分的结束。该案例介绍如何使用多种方法对一家真实公司进行估值，综合最后的结论，并做出投资决策：买入还是卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 13 章

内在价值与现金流量折现

现金流量折现分析法是学生们接触到的第一种估值方法。该方法涉及对标的公司多年的财务进行预测和具体公司的折现率。分析师往往称之为内在价值。

公司的内在价值是其未来现金股息的折现现利。这一价值的计算可通过运用不同的公式，运用哪一种则取决于具体情况。最简单的公式可应用于具备稳定资本结构和增长率的公司。

现金股息折现估值法：稳定增长模型

$$P = \frac{D_1}{k - g}$$

式中　P——内在价值（即正确的价格）；

D_1——下一年度的现金股息；

k——股东要求的年化回报率；

g——预期的股息年化增长率。

要计算出内在价值，从业者需要为 D_1、k 和 g 代入具体的数值。通过财务预测可以得出 D_1 和 g 的值，至于 k 的计算，我们将在本章后续进行讨论。

对于那些增长率不稳定的公司，比如周期类企业、初创企业或有发放特殊股息和分拆历史的企业，就必须对公式加以修改。具体的做法是：预计未来 5 或 10 年期间的股息，经过这段时间之后，一般公司会以稳定的比例发放股息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年期的计算公式如下。

折现现金股息估值方法：两阶段增长模型

第 1 步：可变的增长率（第 1 年 ~ 第 10 年）　　第 2 步：稳定的增长率（第 11 年之后）

$$P = \frac{D_0(1+g_1)}{(1+k)^1} + \frac{D_1(1+g_2)}{(1+k)^2} + \cdots + \frac{D_9(1+g_{10})}{(1+k)^{10}} + \frac{D_{10}(1+g_{11})}{(k-g)(1+k)^{10}}$$

式中　P——内在价值；

D——当前年度的股息；

k——股东要求的年化回报率（是无风险利率与风险溢价之和）；

g——每年的增长率；

g_{11}——第 10 年之后的稳定增长率。

在两阶段模型中，g_1 是股息在第 1 年的增长率，g_2 是第 2 年的，以此类推，到第 11 年，此时模型变成稳定的增长率模型。另外有一些股息模型对不支付股息的股票进行估值，通常涉及较短的股票持有期，且允许多阶段有不同的折现率。大型机构往往对投机性的成长股使用多种折现率（见图 13-1）。

回报率	创业后期	市场份额积累阶段	盈利增长阶段	接近成熟阶段
30% 25% 20% 15% 10% 5% 0%	假设股票的定价设定为：最初两年的明确现金流量加上第2年年末的股票价格，能够得到年化25%的回报率	假设股票定价设定为：未来3年的明确现金流加上第5年年末的股票价格，能够得到年化20%的回报率	假设股票定价设定为：未来5年的明确现金流加上第10年年末的股票价格，能够得到年化17%的回报率	在第10年，假设股票定价设定为年化回报率15%
	第1年 第2年	第3年 第4年 第5年	第6年 第7年 第8年 第9年 第10年	第11年 第12年

图 13-1　多阶段现金流量折现分析——投机性强的成长股

应用现金流量折现法时的问题

业内人士无法准确预测出公司股息未来的增长率，市场也对任何股票应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适用的折现率缺乏一致共识，二者的结合导致了基于对股票价值不同看法的巨额交易。即便能够达成对标的股票未来股息和股东预期回报的共识，对于 D_1、g 和 k 的看法的细微差异也会导致巨额的交易行为。

表 13-1 显示的是对一家假设的阿特拉斯天然气公司（Atlas Gas Co.，AGC）的分析。AGC 公司股东所要求的 11% 的回报率目标是合理的。其余的风险较低的投资所产生的预期回报低于 11%，股东由于承担额外风险而获得回报。表 13-2 显示了其余的投资方式。

表 13-1 阿特拉斯天然气公司的普通股（AGC），2008 年 10 月

股息的年化复合增长率（%）	8.0
下一年的股息（美元）	1.5
预期的稳定股息增长率（%）	8.0
股息分配率（%）	50.0
每股盈余（美元）	3.0
年化每股盈余的复合增长率（%）	8.0
在有其他投资方式选择的情况下，AGC 股东要求的回报率（%）	11.0

表 13-2 其他投资方式示例，2008 年 10 月，预测年化回报率 （%）

美国国债	6.0
A 级债券	7.0
BB 级债券	9.0
AGC 股票	11.0

AGC 股票（以及任何公司的股票）是比美国国债或高质量公司债更具风险的投资，出于这种原因，AGC 向股东提供获得更高投资回报的潜在机会。

使用表 13-1 中的信息，分析师运用稳定股息折现公式，得出股票价值为 50 美元。

$$\text{AGC 价格} = \frac{D_1}{k-g} = \frac{1.5}{0.11-0.08} = 50(\text{美元})$$

投资人如果对于 $k=11\%$ 和 $g=8\%$ 的估计有任何细微差异，都会得出大相径庭的股价。例如，如果有人认为由于公司所服务领域的经济减缓，增长率应该是 7.5%（而非 8%），这 0.5% 的微小差异将导致 AGC 股票的价格变为 43 美元［即 1.5/(0.11 - 0.075)］，即 14 个百分点的差异。如果该股票的交易价格是 50 美元，这位投资人就会卖出股票。

对 k 和 g 看法的细微差异会导致股票价格上升或下跌，因而公开上市的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司特别关注外部对其增长率或要求回报率所持的看法。即使市场对公司增长率的一致看法发生轻微下降，对于公司而言也可能是致命的，对投资人要求回报率（即折现率）的看法也有着类似的影响。例如，k 从 11% 增长到 11.5% 会拖累股价再次下跌至 43 美元。因此，除了采取能够实际增加股息发放的策略之外，公司还要将自身的增长率塑造成稳定可预测的形象。这种稳定的形象十分有价值，投资者会将公司股票的风险程度视为更低。他们会对现金流运用更低的折现率，从而导致更高的股票现值。

这幅稳定的画像与市场经济所特有的波动环境显然是格格不入的。然而，为了消除波动的经济影响，上市公司即使在盈利下滑的时候也极力避免削减股息发放，通过调整收入确认的时间、承担特殊费用或采取一次性收入的方式，来管理或平滑化年度收入。这种伪装出来的稳定性给投资人提供了信心，他们会以为这些股票的风险程度较低，而实际情况却并非如此。

一旦确定了股票的内在价值，接下来的工作则是监控那些能够显著影响 D、k 或 g 发展变化的因素。此处真正的挑战是：区分短期因素和根本性变化。例如，大型并购事项应当立即引起关注。并购交易的规模、资产负债表、多元化和对增长率的隐含影响，都会显著影响价值计算的方程式。一桩大型交易会造成证券分析师对买方股息发放的前景做出修改。在做完“如果怎样就会怎样”的预测之后，分析师要观察所预测股息的质量。买方是否完全依赖举债完成融资？如果是，收购之后公司的杠杆则预示着未来的股息会有明显的波动性，因而需要运用比交易之前更高的要求回报率。同样，多元化并购可能降低了买方的风险而导致更低的 k。例如，如果一家波动性较高的高科技企业并购了稳定的食品公司，在杠杆率没有发生变化的前提下，投资人会认为并购后公司的盈利情况比起之前单独的高科技公司而言，风险变得更低。这种“风险更低”的感觉会降低并购后公司的 k。而如果一家自来水公司并购了生物技术企业，情况则正好相反，因为并购后企业的风险程度提高了。

将 k 和 g 作为脱离广阔市场之外的、企业独立的参数加以使用，是内在价值方程的关键原则，然而由于预测公司股息和确定折现率的难度，这一方法仍引发了众多争议。内在价值投资者之间的争论，通常包括以下评论。

- 当历史增长率是 14% 的时候，你怎么能确定股票股息的增长率是 11%？
- 同行业的其他公司都以 12% 的速度增长，为什么你对公司预测的增长率仅有 8%？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 你使用的18%的折现率太高了，如果我们能下降到16%，就有理由买入该股票了。
- 我们估计的 g 为12%，k 为17%，这怎么可能正确呢？这样算出来的股票价格为14美元，而它的市场价可是25美元啊。我们的数字一定是错误的！

现金流量折现法与相对价值评估

变量 g 和 k 在商学院里司空见惯，然而投资人和分析师无法就单个股票中这两个变量的准确估计达成一致，而且这些统计数据的微小差异就会导致最终计算出股票价格的巨大差异，这些原因都削弱了它们与现实世界的联系。事实上，美国税务法庭和国税局（IRS）往往会反对基于现金流量折现的估值，因为他们担心其中的预测和折现率受到人为操纵。尽管内在价值这一概念在直觉上是正确的，然而由于实践中难以操作，投资界的大部分人还是摒弃了这一方法。取而代之的则是“相对价值”理念的兴起，这一方法以“对比”为基础构建估值。相对价值的理论十分简单：处于同一行业的公司，如果有可比的业绩记录和资产负债表，也应该有可比的估值尺度。既然 g 和 k 是难以确定的，相对价值学派就采用其他的测量尺度取而代之，最常见的是市盈率（P/E）、企业价值（EV）和息税折旧摊销前利润（EBIDTA）。

如果有人说了类似下面的话，就可知道他是相对价值的追随者。比如：“默克公司的股票被低估，其市盈率仅有19倍，但它的成长性比市盈率22倍的辉瑞公司高。”或者“联合太平洋（Union Pacific）被高估了，它的市盈率是20倍，比行业平均市盈率15倍高出了1/3，但它的成长性仅比行业平均高出15%。”

现金流量折现和市盈率比率

华尔街将股息折现模型中的变量 k 和 g 合成到一个统计指标：市盈率比率。商业出版物经常刊登的评论如下。

- 美国电话电报公司（AT&T）以16倍市盈率交易，这比市场平均水平高出10个百分点。
- 陶氏化学公司（Dow Chemical）的市盈率是15倍，看起来比较便宜。
- 思科的市盈率是22倍，价格太高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单个公司的市盈率通常以相对价值的方式表达。当公司的市盈率超过股市整体的市盈率时，该公司就会被认为具有超越上市公司整体前景的增长潜力。相反，如果市盈率比平均水平低，则表示增长性低于市场平均。无论是成长性高的公司还是成长性低的公司，市盈率是以下两个概念的函数：①公司未来的增长率是多少；②相比其他投资方式，这只股票的收益应该是多少。考虑如下两个公式中包含的相互关系：

股息折现模型	市盈率倍数
$P = \frac{D_1}{k - g}$	$\text{P/E 倍数} = \frac{P_A}{\text{EPS}}$

式中 P——内在价值（即合理的股票价格）；

P_A——股票的实际市场价格；

D_1——预期股息率；

k——投资者要求的回报率；

g——股息的预期增长率；

EPS——当前的每股盈余；

P/E 倍数——市盈率比率。

对于任意公开交易的股票而言，其实际价格、股息率和每股盈余都是已知事实，无可争议。这些统计数字可以从许多商业媒体中获得。需要阐释和依据经验猜测的变量是 k 和 g，商业媒体仅提供这些统计数字的估计值。至于分析师是否要使其现金流量折现的结果符合市场实际价格，完全取决于个人。对一只股票风险或成长特性的看法发生变化，也会改变市盈率。表 13-3 显示了在计算阿特拉斯天然气公司的市盈率乘数时，用 $D_1/(k-g)$ 代替 P_A 的结果。

表 13-3 运用内在价值变量计算的阿特拉斯天然气公司市盈率

$$\text{P/E} = \frac{\left(\frac{D}{k-g}\right)}{\text{EPS}} = \frac{\left(\frac{1.50}{11.0\% - 8.0\%}\right)}{3.00} = \frac{50.00}{3.00} = 16.7$$

假设阿特拉斯天然气公司公布了一项重大的新合约，出乎投资者的意料之外。如果华尔街认为此交易提高了增长率，则会给阿特拉斯天然气公司更高的市盈率比率。假设 AGC 的增长率从 8% 上升至 10%，其股价会达到 150 美元，市盈率也会上升至 50 倍（见表 13-4）。

假设在最初的过度繁荣之后，分析师得知 AGC 为了给新合约融资会产生大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔借贷，此时对 AGC 的看法是杠杆率和风险增加。投资人会要求更高的回报率（即相比之前的 11%，现在需要 12% 的回报率）。这会使 50 倍的市盈率下降到一个更合理的数字，例如 25 倍。表 13-5 显示了计算过程。

表 13-4 考虑到新合约的影响，调整后的阿特拉斯天然气公司市盈率

$$\text{P/E 倍数} = \frac{\left(\frac{1.50}{11.0\% - 10.0\%}\right)}{3.00} = \frac{150.00}{3.00} = 50.0$$

市盈率乘数是涵盖了股票增长率和风险的统计指标。当投资者认为股票的增长率提高时，市盈率比率也随之上升。同理，投资人对股票风险看法的变化也会引起市盈率的上升或下降（对于企业价值/息税折旧摊销前利润比率也是一样）。话虽如此，华尔街对于增长率的关注远高于对风险的关注，这也正是投资人在购买投机性股票时应该加倍谨慎的原因。

表 13-5 考虑到新合约及新增借贷的影响，调整后的阿特拉斯天然气公司市盈率

$$\text{P/E 倍数} = \frac{\left(\frac{1.50}{12.0\% - 10.0\%}\right)}{3.00} = \frac{75.00}{3.00} = 25.0$$

现金流量折现估值的过程

现金流量折现估值法涉及以下 4 步。

（1）预测。这一步要运用你的调研成果，为目标公司准备未来 5 到 10 年期的预测。

（2）终值。估计公司在预测周期结束时的公开交易价值（或其收购价值，即终值）。

（3）折现率。计算适当的折现率，对普通股的预测现金流用该折现率进行折现。

（4）每股价值。用公司的现金流净现值除以流通的普通股股数。

让我们以一个“样品制造公司”的简单示例来说明。

第 1 步：预测

一份适当的预测，应当包含利润表、资产负债表以及资金的来源和使用情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况。从这些内容中，使用者可以预测出股东可支配的自由现金流的摘要。分析师运用自上而下的研究方法，可以为样品制造公司准备出表 13-6 的数据。该企业在预测期内能产生正向的现金流，但在第 4 个年头会遭遇收入下滑。

表 13-6 基础案例：样品制造公司的自由现金流预测

（单位：百万美元）

			衰退		
	2010	2011	2012	2013	2014
净利润	100	115	130	120	140
加上：折旧与摊销费用	30	35	40	40	45
总现金流	130	150	170	160	185
减去：资本费用	40	45	50	30	40
减去：营运资本的增量	10	12	13	5	20
减去：负债偿还的增量①	—	30	50	45	25
可用于分红的自由现金流	80	63	57	80	100

①预测中假设没有由于股票回购或发行新股导致的流通股股数变化。

第 2 步：终值

第 2 步涵盖了终值的估计。分析师可以通过现金流量折现或相对价值这两种方法，估计出公司的终值。

现金流量折现

第一个选项，现金流量折现法，假设样品公司在 2015 年进入稳定增长状态，因此可以对 2015 年的参数运用稳定股息增长模型。例如，5 年（2010 ~ 2014 年）的复合年化收入增长率是 9%，所以在现金流量折现模型中，我们采取保守的估计值 7% 作为稳定的增长率，低于 11%（注意：此处我们以收入增长率作为股息增长率的代表，因为股息的增长轨迹往往颠簸不平）。假定的折现率是 15%，表 13-7 则展示了终值的计算过程。

表 13-7 样品制造公司终值的计算：稳定股息增长模型（现金流量折现）

（单位：百万美元）

$$
\begin{aligned}
TV_{第5年} &= \frac{D_6}{k-g} \\
&= \frac{106}{15\% - 7\%} \\
&= 1\,325(美元)
\end{aligned}
$$

相对价值

或者分析师可以使用从类似上市公司和可比的并购交易中收集到的相对价值乘数，来计算终值。如果类似上市公司的平均市盈率是 12 倍，分析师可以用样品公司 2014 年的净利润乘以 12 倍的市盈率，得出公司的终值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后一年（2014 年）的净利润 =140 美元（a）

类似公司的市盈率 =12 倍（b）

终值 =1 680 美元（a×b）

为了解决不同估值方法所导致的终值之间的差异，分析师往往会给这些方法分配各自的权重。在这个案例中，我们给每个方法分配 50% 的权重，得出的结论是 15 亿美元（见表 13-8）。

表 13-8 样品制造公司终值的计算：分配各方法的权重之后

（单位：百万美元）

方法	权重	价值	加权价值
稳定股息增长	50%	1 325	663
相对价值	50%	1 680	840
			1 503

第 3 步：折现率

现在我们已经有了基础案例中的预测，我们对样品公司未来现金流用 15% 的折现率折现。在每一个后续年度，该利率都会复合增长：第 1 年是 1.15%，第 2 年是 1.32%（即 1.15^2），依此类推。因此，早一年的 1 美元比起晚一年的 1 美元更“值钱”。表 13-9 中，我们确定了样品公司自由现金流的现值和终值。请注意，样品公司现值的 3/4 都是来自于终值。这在现金流量折现的计算中并不罕见。

表 13-9 对样品制造公司的预测现金流应用折现率

（单位：百万美元）

		现金股息										终值
		2010		2011		2012		2013		2014		2014
净现值	=	$\frac{80}{1.15}$	+	$\frac{63}{1.32}$	+	$\frac{57}{1.52}$	+	$\frac{80}{1.75}$	+	$\frac{100}{2.01}$	+	$\frac{1\,503}{2.01}$
净现值	=	70	+	48	+	38	+	46	+	50	+	748
净现值	=	1 000										

注：样品制造公司普通股的净现值是 10 亿美元。终值相当于净现值的 75%。

第 4 步：每股价值

最后一步是用股权的净现值除以普通股的流通股股数。样品公司有 1 亿股流通在外的普通股，而且和大多数公司不同的是，它既没有股票期权、可转换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券，也没有权证。因而，仅用简单的除法即可得到每股股票价值为 10 美元，如表 13-10 所示。

我们计算出样品公司每股价值为 10 美元。正如我们前文讨论的，合理的安全边际是 ± 15%，因而决策价格区间是 8.5 美元到 11.5 美元。市场价格低于 8.5 美元时，就是该股的买入信号，而高过 11.5 美元时，是卖出信号。从业人员会运行多种情景设定和不同假设条件来完善这一过程的工作。

表 13-10　样品制造公司每股净现值的计算

$$\text{每股净现值} = \frac{\text{公司股权净现值}}{\text{流通股股数}} = \frac{10\text{ 亿美元}}{100\text{ 万股}} = 10\text{ 美元/股}$$

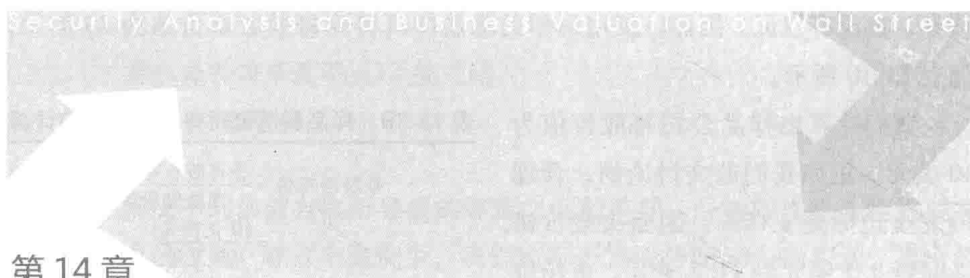
注：如果样品公司普通股的市场交易价格是 5 美元/股，则 10 美元/股的净现值计算结果表明，股票价格低于其内在价值。

小结

在股票市场所使用的所有估值方法中，从理论的角度出发，现金流量折现法无疑是最有依据的。同时这一方法也符合常理。对于终值（在现金流量折现的估计过程中占有重要比重）的计算则需要格外小心。

然而，运用现金流量折现法计算公司内在价值时所涉及的大量假设和运算，却限制了华尔街对这一方法的使用。专业人士更喜欢简单的价值指标，例如市盈率和企业价值/息税折旧摊销前利润比率，这些方法将有关现金流量折现的统计值总结为一个数字。计算出目标公司的估值比率之后，可以与类似公司的比率相比较，就像以前财务分析的时候，会使用可比公司的财务比率来研究目标公司的财务状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第14章

现金流量折现法：选择正确的折现率

现金流量折现法的可靠度取决于精确的预测和适当的折现率。折现率是理性投资者期望从该投资中获取的收益（按年化收益率）。本章着重研究的是公开上市普通股的净资产回报率（ROE），而不是加权平均资本成本（WACC，同时包含了公司的股权融资成本和债权融资成本）。

现金流量折现法的可靠性是建立在准确的预测和恰当的折现率之上的。折现率是指一个理性投资人预期从目标投资中获得的年化收益率。本书中强调的是公开交易的普通股的股权回报率，而不是包含公司债权和股权回报率的加权平均资本成本（WACC）。

基于对竞争性投资方式所提供回报的相对价值分析，并考虑到各自涉及的相应风险，投资人可计算出一只股票的要求回报率。一个投资项目如果具有起伏不平的业绩记录或令人担忧的前景，会使投资人感觉到更具风险性，因而这些投资应该提供比那些保守的投资更高的预期回报率。表14-1展示了不同投资的风险/收益矩阵，图14-1以图形形式展示了该矩阵。

表14-1 风险与收益（2008年10月）

投资	年化预期收益（%）
美国政府债券	6
A级公司债	7
标普500指数基金	8
高风险普通股	15
新兴市场指数基金	20
风险投资	30

认为竞争性的投资可以测量且定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价的这一观点，源于资本资产定价模型（CAPM），这是一个在 20 世纪 60 年代得以完善的金融概念。CAPM 模型提出，测量风险的主要指标是贝塔系数（β），这一统计指标衡量了给定投资项目的收益率和美国股市收益率之间历史波动程度的差异。某一股票的贝塔系数可以凭经验计算出，许多数据服务商也提供各股票的贝塔系数。

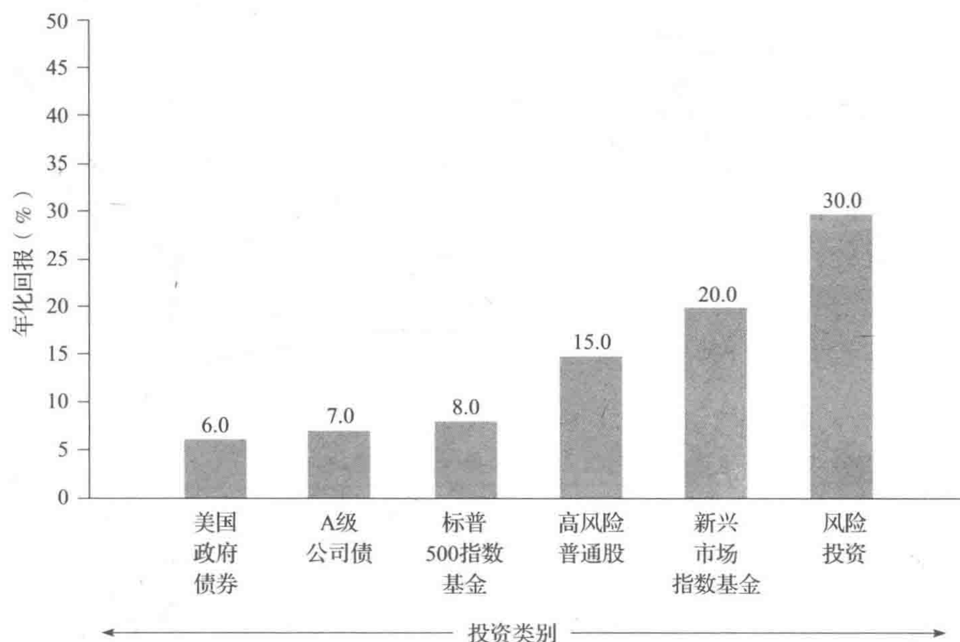


图 14-1 风险与收益对比图（2008 年 10 月）

CAPM 的逻辑很简单。收益率的不可预见性和波动性是令人厌恶的，而其中的稳定性和确定性则受人欢迎。任一股票的要求回报率都应该等于一个相对无风险投资的回报率（如美国国债利率）加上投资者因为持有非政府担保的证券而承担的风险溢价。风险溢价可通过两步过程计算。首先，用股票市场的预期收益率减去政府债券的收益率，相减得出的结果被定义为市场溢价。其次，再乘以股票的贝塔系数，就得出适用于该股票的风险溢价。如果政府债券的收益率是 6%，人们相信股票市场的预期收益率（即股息收益加上资本利得）是 13%，则市场溢价是 7%（13% 减去 6%）。如果该股票对应的贝塔系数是 1.5，就意味着投资的风险溢价是用 1.5 乘以 7% 的市场溢价，即 10.5%。表 14-2列示了计算过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14-2 计算单个普通股的风险溢价

市场溢价 × β = 单个股票的风险溢价（individual stock risk premium，ISRP）
（股票市场的预期收益 - 政府债券的收益）× β = 单个股票的风险溢价（ISRP）
（13% - 6%）× 1.5 = 单个股票的风险溢价（ISRP）
10.5% = 单个股票的风险溢价（ISRP）

一旦计算出单个股票的风险溢价，我们就可以再加上政府债券的收益率，得出 k（单个股票的风险溢价"ISRP"）。

$$k = 政府债券收益率 + 单个股票风险溢价(ISRP)$$
$$= 6\% + 10.5\% = 16.5\%$$

基于以上信息，当理性投资人相信能够获得 16.5% 的回报率时，他就会购买该股票。用 16.5% 来折现股票的预计现金回报，得出的现值与当前股价进行比较。如果股票现值高于股价，即可买入股票。这就是我们在 13 章中用样品制造公司的案例完成的演算。

贝塔系数

贝塔系数就其本身而言，是一项涉及股票历史收益率与股市整体收益率比较的数学计算过程。如果某证券的收益率恰好与整体股市的收益率匹配，则其贝塔系数就是 1.0。如果股市能够通过资本利得和现金股息向投资者提供相当于 13% 的收益率，则贝塔系数为 1.0 的股票也有 13% 的预期收益率。如果股市的收益率下跌 -5% 时，该股票也会预期下跌 -5%，以反映市场的变化。与之相反，贝塔系数为 1.5 的股票，它的变化幅度也是市场变化幅度的 1.5 倍。所以如果预计市场来年的收益率是 10%，贝塔系数为 1.5 的股票预测收益率是 15%（或当市场下跌 -10% 时，股票下跌 -15%）。为了忍受收益的这种更大幅度的波动，投资人就会要求更高的回报。

股票的贝塔系数仅仅衡量了其过去对市场变化的敏感程度。对于任意股票而言，使用贝塔系数来预测股票未来价格与股市的吻合程度，效果都是有限的。所有的股票价格都有随着股市变化上下波动的趋向，但单个股票的价格会受到非历史因素的深刻影响，特别是那些发生了管理层变动或有新产品出现等情况的公司。投资者通过构造一个包含 20 种甚至更多股票的投资组合，可以在很大程度上消除公司特有的风险。随着过高或过低的单个股票收益之间的相互抵消，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样获得的分散化效果使投资组合的回报更能与其加权平均贝塔所预测的收益率一致。

贝塔系数和 CAPM 获得了投资组合经理的广泛认同。事实上，CAPM 符合常理：公司投资的收益率应当高于美国政府债券的收益率，因而风险程度高的公司也应该比保守的公司提供更高的收益率。CAPM 也为从业者提供了独特的优势，他们需要一种可以比较、对比不同风险程度的投资逻辑框架。CAPM 允许他们界定竞争性投资项目的风险，并相应地对现金流量进行折现。例如，由于高科技公司的股价比消费类公司的股价波动得更剧烈，高科技公司通常会提供更高的收益率。

除了在业界获得广泛认同外，CAPM 还有其他的优势：其主要变量很容易获得。政府债券收益率是现成的，股市的历史收益率也是既定事实。从各类商业媒体中，例如《价值线》（*Value Line*）和《标准普尔报告》（*Standard & Poor's*），也可获得贝塔系数。表 14-3 显示了对埃克森－美孚公司和固特异轮胎（Goodyear Tire）的运算过程。

表 14-3 k 的计算示例，2008 年 10 月

公司股息 = k = 政府债权利率 + β（预期市场收益率－政府债券利率）

埃克森美孚公司（β 为 1.1）

$$k = 6\% + 1.1 \times (13\% - 6\%)$$
$$k = 13.7\%$$

固特异轮胎（β 为 1.6）

$$k = 6\% + 1.6 \times (13\% - 6\%)$$
$$k = 17.2\%$$

其中：10 年期的政府债券利率 = 6%

预期市场收益率 = 13%（市场溢价 7% + 债券利率 6%）

这两个 k 值计算的是著名上市公司，但很多时候，从业人员需要研究还没有贝塔系数的新上市公司。此外，上市公司也可能正经历最新的变化，例如杠杆式资本结构重组会导致过去的贝塔系数过时、无法继续使用。对于这类投资，同类上市公司的贝塔系数是很好的替代值。如果无法寻找到匹配的同类上市公司，也可以使用一组可比上市公司的贝塔系数均值。或者也可以计算公司不同债务的收益率，建立风险分类。举例来说，表 14-4 列举了教育公司的贝塔均值。一家营利性的教育类大型上市公司如果有一贯的业绩记录和良好的资产负债状况，可以估计其贝塔系数为 1.1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14-4 营利性教育类上市公司的贝塔系数，2008 年 10 月摘要信息

公司	贝塔系数	12 个月	
		收入（10 亿美元）	债务/总权益
阿波罗	0.8	3.0	无债务
职业教育	1.1	1.7	无债务
哥林多学院	1.4	1.1	0.2
德锐	1.0	1.2	无债务
ITT 公司	1.2	0.9	1.6
斯特耶	1.0	0.4	无债务
平均值	1.1		

注：1.1 的贝塔均值可用于即将公开上市的且具有类似杠杆率的教育类非上市公司。

用以计算股东权益收益率的方法——积层法

上文讨论的过程有助于确定贝塔值，因此，也可计算出那些有大量可比数据的、新上市公司（或即将上市公司）的股东权益收益率。对于那些没有太多可比公司数据的企业，分析师转而使用积层法来估算折现率。伊博森公司（Ibbotson Associates）推广了积层法，并每年出版年鉴（Duff & Phelps 也会出版），为计算贝塔值提供有用的统计数据。

从本质上讲，这个方法指出：股票的要求回报率是在无风险利率的基础上逐层叠加风险溢价。因而可以把最终的要求回报率视为由一组“堆积”起来的利率所构成。将各类上市公司股票的收益率记录与目标投资相匹配，以此作为风险溢价的基础。

积层法的运算公式如下，其中有 4 个风险溢价

上市公司普通股的要求回报率 = 无风险利率
+ 权益风险溢价（1）
+ 行业风险溢价（2）
+ 规模风险溢价（3）
+ 公司特定风险溢价（4）

积层法中的权益风险溢价：对应之前讲到的 CAPM 中的同一术语。行业风险溢价可以是正的，也可以是负的，取决于该行业随着时间推移的业绩表现。例如，国防工业的风险溢价是负值，而电脑零部件行业的风险溢价是正值。规模风险溢价反映这样一个事实：同行业中较小企业的历史回报率高于较大企业。艾伯森协会将行业和规模风险溢价细分为许多不同分类，以便协助分析师对拟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资项目选用适用的统计数字。最后，有些运算中包含公司特定的风险溢价。根据《资本成本》（*Cost of Capital*）一书的作者香农·普拉特（Shannon Pratt）和罗杰·格拉博夫斯基（Roger Grabowski）所言，公司通常的风险特性可以用行业和规模风险溢价表征，但如果公司的特定风险特性比这种常规风险高或低，就需要引入公司特定风险溢价。根据我的经验，公司受到单一客户主导或杠杆较高等因素会导致公司特定风险溢价为正，而公司没有杠杆或拥有强大的专利保护，则会导致公司特定风险溢价为负值。

表 14-5 中，分析师对一家新近上市且几乎没有可比公司的企业所适用的折现率做出估计。这家公司处于塑料行业，市值为 10 亿美元（伊博森公司所定义的小型企业）。其收入集中来自 6 个客户。计算得出的折现率是 14.6%。

表 14-5 用积层法计算权益的收益率，以假设的塑料公司为例（2008 年 10 月）

	四舍五入（%）
无风险利率①	6.00
+ 权益风险溢价②	+7.10
+ 行业风险溢价③	−2.30
+ 规模风险溢价④	+1.80
+ 公司特定风险溢价⑤	+2.00
估计折现率	14.60

①10 年期的美国国债。
②投资于股票而不是政府债券的溢价。
③相关行业比起整体股票市场，风险更低，收益率也更低。
④公司的规模小，对应更高的收益率。
⑤集中的客户群。

正如第 11 章所提到的，从业人员在做财务预测时会采用多种情景来反映预测中的不确定性。类似地，从业人员通常也会采用紧密围绕一个基本数字的几个不同折现率。因此，计算过程中会涉及预测与折现率的多种不同组合。

特殊案例

对于投机性公司、民营公司和国际公司，在计算折现率的时候，需要对本章讨论的公式进行修改。我会在后面的章节中详细讲述这种状况，仅在此处提供一些节选的评论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市的投机性公司

上市公司中有大量业绩记录极少、前景不确定的投机性公司。投机性公司中有一小部分是由各大机构支持的高科技企业，绝大部分则是通过小型IPO或反向收购上市的不起眼的企业。事实上，大多数投机性的上市公司与私募风险投资类似，因而它们的收益率应该接近风险投资的回报，再经过“更好的流动性”和“上市交易的证券”这两个因素的调整。

QED研究（QED Research）是一家经济咨询公司，对机构风险资本投资人要求的早期企业的折现率范围进行了采样。表14-6列示了企业所处的6个阶段，折现率的范围从26%到75%。

表14-6 风险投资要求的折现率

发展阶段	摘要说明	平均折现率
初创	成立不到1年	49%～75%
第1阶段	技术几乎被证实	41%～60%
第2阶段	产品开始发货	35%～49%
第3阶段	收入增长，尚未产生利润	31%～46%
第4阶段	有一些债务融资的可能	28%～41%
过桥阶段	首次公开上市或被出售	26%～37%

资料来源：QED Research.

非上市企业和国际化企业

仅有少数美国企业是上市公司，大多数仍是民营公司。计算民营公司适合的折现率需要对本章的公式做少量修改，主要是对股东所持的股权缺乏流动性提供相应溢价。此外，越来越多的投资人放眼海外，收购股权证券或整个公司。要评估国际公司适合的折现率，分析师需要调整CAPM和积层法。我们在后面章节详细讨论。

2008年市场崩盘和折现率

2008年的股市崩溃是过去10年里的第2次大熊市。越来越多的证据表明，股权投资人要求的回报率比CAPM和积层法所确定的回报率高出几个百分点。多出来的回报率是对他们可能承担又一次股市崩盘的补偿，本章讨论的计算中并未充分反映该风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而投资人都是好了伤疤忘了疼，他们要求的这些超额回报率可能会逐渐消失。

小结

选择正确的折现率对于开展优秀的现金流折现估值至关重要。对于上市公司的股权投资，从业人员着重运用 CAPM 和积层法。对于任何证券而言，这两个方法本质上都是后视的，因此分析人员必须警惕：①被研究的行业或公司状况特征；②这些特征如何在未来使企业与过去显著背离；③这些情况下是否需要调整计算公式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 15 章

相对估值法

华尔街青睐相对估值法。第 15 章对这一广受欢迎的技术进行了详细阐述，并提供了实施的方法。

基本面分析学派依赖于预测的不确定性和有争议的贴现率，这削弱了它在现实世界的实用性。实际上，对冲基金经理马克·德哈（Madhav Dhar）认为，根本就不存在所谓的股票“内含价值”。他说：“你必须确定自己相对于其他人而言处在什么位置，这是需要叠加上博弈论的投资决策过程。”由于许多机构都认同这一观点，越来越多的分析师转而使用相对价值法来为公司的股票定价。分析师不再使用基于现金流量贴现法得出的合理价格，而是使用“相对价值”分析法，在这种分析法中，把该只股票的正面因素和负面因素与同一行业股票的各方面特点进行比较、估值。把这些价值参数进行比较之后就可以得出类似这样的结论：“克罗格股票相对于西夫韦公司的股票而言被低估，因为克罗格的增长率较高，而市盈率却较低。”其他常用的指标还有：EV/EBITDA、EV/销售额，以及市净率。

在这些指标当中，专业分析师都是用权益价值与这样或那样的指标相比较。事实上，很少有人谈及内在价值。只有投机性股票（speculative stock）例外，这种股票没有收入（E）或者息税前利润（EBIT）。除此之外，在研究报告当中几乎看不见“内在价值”这个词。自然而然地，一只股票的价格会被描述成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“盈余的 20 倍”“息税前利润的 8 倍”或者“股票面值的 3 倍”，等等。如果分析师被问及如何解释这个估值结果，他的反应肯定是“同类公司的价格就是盈余的 20 倍，息税前利润的 8 倍，或者股票面值的 3 倍”这样的回答。如果目标公司的乘数高于同类公司，投资者显然就会问：“为什么这家公司的股价高于同类公司？”答案一般是把这家公司的正面因素罗列一通，比如发展前景更为看好，以往业绩记录更佳，或是资产负债表质量更高等。这些决定估值的特征是相对价值评估过程的重要组成部分。

研究报告模式范本

1. 引言
2. 宏观经济述评
3. 相关股票市场前景
4. 公司及其业务分析
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 定价理论的应用 ✓
8. 推荐意见

表 15-1 提供了当代救助行业的相对估值表。

表 15-1 当代救助行业的相对估值表总结（2008 年 10 月）

公司	估值比率				股票市值（百万美元）	5 年 EPS 增速（%）
	P/E	EV/EBITDA	企业价值/销售	市净率		
CDI	11.9	5.8	0.3	1.4	474	19
Kforce	12.3	6.0	0.4	1.4	423	21
Kelly Services	12.6	5.4	0.1	0.8	629	23
On Assignment	16.1	7.2	0.7	1.5	292	-12
Robert Half	13.5	6.6	0.8	4.0	3 980	22
Volt	11.5	5.0	0.2	0.6	212	42

注：相对价值分析对相类似的公司进行对比。

房地产的类比

对于设计行业相对估值不对的人而言，房地产行业是个很好的类比。任何购买房地产的人都见过评估。房地产评估报告会把临近房地产周边的可比交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行列表对比。每个可比交易旁边会同时总结出与标的房产相比更好或更差的属性。例如，如果标的房产是 3 卧 2 卫，带 2 个车库，1 个游泳池，那么相对于周边 80 万美元的房产而言，它的价值可能是 78 万美元（见表 15-2）。

表 15-2 房地产评估中的相对价值 （单位：美元）

标的房产的价格:? 美元	可比交易 80 万美元	标的房产的各方面特性，与可比交易加减	备注
3 个卧室	4 个卧室	-25 000	卧室数更少，减 25 000 美元
2 个卫生间	3 个卫生间	-15 000	卫生间少 1 个，减 15 000 美元
2 个车库	1 个车库	+10 000	多了 1 个车库空间，加 10 000 美元
带游泳池	没有游泳池	+10 000	多了 1 个游泳池，加 10 000 美元
	相对差异，净可比销售价格评估价（相对于可比交易而言）	-20 000 800 000 780 000	根据其属性，标的房产价值 78 万美元

作为同类业务经营业绩的量化指标之一，历史排名是过程中非常重要的一环。为了给量化对比做一铺垫，我会把公司按照行业相关的几个指标做排名。如果排名最高的公司反而估值乘数较低，我会搜寻能解释这种差异的可靠证据。如果找不到切实有效的证据，我的结论就是股票相对便宜。在下一章节里，我会进行一个类似分析。

案例研究：现代派遣服务业

在本案例中，我们来看一下 6 只现代派遣服务业股票的相对估值。我们的目标是找出哪一只股票的股价与整个群体的偏离度大。表 15-3 是公司及其 PE 的对比。

PE 排名显示，On Assignment 有最好的投资前景，因为 P/E 值最高。

表 15-3 现代派遣服务业，按 P/E 值排名

公司	P/E 值	按 P/E 值排名
CDI	11.9	5
Kforce	12.3	4
Kelly Services	12.6	3
On Assingment	16.1	1
Robert Half	13.5	2
Volt	11.5	6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了比较相对业绩，我们从第 8 章介绍的类别里选择了一些指标。

4 类比率	临时派遣行业的指标
盈利能力	经营性利润率，净利润率，总资产回报率，净资产回报率
经营活动指标	资产周转率，资本周转率
信贷活动	负债比率，利息保障倍数
增长速度	每股销售额，每股现金流，每股收益，每股分红

我们而后构筑了一个数据库，把 6 家公司的数据归一化处理便于比较。我们看了下比率的变化趋势，做出了整组的平均值。值得格外关注的变化趋势已经在表中用方框突出。表 15-4 是计算的其中一小部分。

表 15-4 揭示了行业的一些数据。

- 过去 10 年来，行业的净资产回报率（ROE）下降了；
- 整个行业的资产周转率、负债比率较为稳定；
- 过去 10 年来，EPS 和销售增速适中，几乎没有跑赢通胀；
- 过往 5 年的增速非常稳定，说明摆脱了周期性的低迷。

检查了各个指标后，我们为每家公司打分。快速改善（或下降）的指标可以给予更多权重。最终排名情况如表 15-5 所示。

表 15-4 临时派遣服务行业的历史业绩和指标排名

	CDI	Kforce	Kelly Services	On Assignment	Robert Half	Volt
盈利能力指标						
净资产回报率						
1998	19%	负的	17%	21%	25%	10%
2008	10%	13%	7	9	29	8
排名	3	2	6	4	1	5
	下降趋势	上升趋势	下降趋势	下降趋势		
经营活动指标						
资产周转率						
1998	2.9×	2.1×	3.9×	2.1×	3.2×	3.1×
2008	3.2	2.4	4.0	2.4	3.3	3.1
排名	3	5	1	5	2	4
信贷指标						
负债比率						
1998	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.3
2008	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	0.2
排名	1	3	2	4	1	3
增长速度						
每股盈利（EPS）						
10 年	-3%	8%	5%	1%	10%	2%
5 年	19	21	23	-12	22	29
排名	5	4	2	6	3	1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	CDI	Kforce	Kelly Services	On Assignment	Robert Half	Volt
				下降趋势		
销售额						
10 年	-2	5	4	17	11	4
5 年	3	55	6	25	20	5
排名	6	5	5	1	3	4
		上升趋势				

快速扫一眼排名情况，发现两家公司在很多分项里排名靠前：Robert Half 和 Kelly Services。诚然，两家公司的市盈率分别位列第 2、第 3（On Assignment 的市盈率最高，因为市场对其近期的并购很乐观，认为销售额可能翻倍）。但是我们的评估体系应当侧重增速。在本案例中，我们对公司在该分项的排名给予 40% 权重（例如销售额增速权重 20%，EPS 增速 20%）。其他的项目给予 20% 权重。为说明起见，我计算了 CDI 的整体得分：

CDI 的整体排名 = 盈利能力排名 × 20%
+ 经营活动排名 × 20%
+ 信贷排名 × 20%
+ EPS 增速排名 × 20%
+ 销售额增速 × 20%
= 3 × 0.2 + 3 × 0.2 + 1 × 0.2 + 5 × 0.2 + 6 × 0.2
= 3.6

我们列出了加权排名的列表，同时附上了 P/E 指标（参见表 15-5）。

表 15-5 现代派遣服务业的相对估值分析：按历史业绩加权平均排名（截至 2008 年 10 月）

公司	历史业绩		估值表现		备注
	得分	排名	P/E 值	排名	
Robert Half	2.0	1	13.5	2	P/E 值与相对历史业绩一致
Kelly Services	3.2	2	12.6	3	与上同
Kforce	3.2	3	12.3	4	与上同
Volt	3.4	4	11.5	6	P/E 值相对 CDI 而言似乎略低
CDI	3.6	5	11.9	5	P/E 值相对 Volt 而言似乎略高
On Assignment	4.0	6	16.1	1	P/E 值由于对近期并购的热情，有所抬升

图 15-4 显示 Robert Half、Kelly Services、Kforce 按 P/E 而言估值相对合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Volt 与 CDI 由于其历史业绩的原因，其 P/E 值处于下 1/2 位，但是 Volt 似乎有更好的相对投资价值。因为 Volt 的业绩排名优于 CDI，但 Volt 的 P/E 值更低。On Assignment 的历史业绩更低，但 P/E 值更高。如前面所述，这个差异反映了市场对于大型并购的乐观预期。所有方面完全一样时，投资者可能会买 Volt 的股票（或者卖 CDI）。但更合理的做法是使用这个表作为调查的出发点，继续去深挖背后的解释。

对冲基金经理、投资组合经理、交易员使用复杂的软件来计算如表 15-1 ~ 表 15-4 中展示的无穷无尽的各种比率、加权、价格乘数、排名。例如，比起每股盈利（EPS）而言，很多投资者强调每股现金流（还有，比起市盈率而言，更强调 EV/EBITDA），或者在增速数据中加上 EPS 和销售预测。

另一方面，因为现代派遣服务业的周期特性，潜在投资者可能会根据整个周期的平均业绩来检验价值比率。

为首次公开发行进行估值

对于计划首次公开发行（IPO）的现代派遣服务业公司来说，承销商会非常依赖相对估值法来达到合意的股价。他们把前面提到的公司历史业绩与排名的表格放在一起，加上或减去公司的正面或负面特性，以此来决定 P/E（或 EV/EBITDA）指标。其中增速是最重要的变量。与表 15-4 相比，这个过程的量化色彩更少，主观色彩更浓，但是逻辑是相似的。最后的结果是，如果 IPO 公司的历史排名在 Kforce 和 Volt 之间，那么建议的 P/E 定价应该位于 11. 5（Volt）和 12. 3（Kforce）之间，除非有明显证据或者因素让 IPO 定价的 PE 值向某个方向偏离。

如本书前文所述，承销商试图让 IPO 定价相对于同类可比公司存在一定的折价，这样几乎可以确保机构客户在上市后能快速盈利，也降低了承销商自身的风险。这类折价的 IPO 在上市后短期内会回升到应有的相对价值水平。

资产负债表项目和相对价值

相对价值比率严重依赖于利润表，主要关注点集中在 P/E、EV/EBITDA、EV/销售额这些比率上。资产负债表项目，例如非经常性的大额证券，被低估的房地产类资产或者表外负债有时候没有被计算在内。分析师的一项很重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作就是调整计算公式，反映这些资产负债表项目。第 18 章对这些有简要介绍。

多高算是高

现代派遣服务业在 2008 年 10 月的 P/E 值适中，反映了投资者对于该行业在经济萧条期的业绩表示普遍担忧。而在（1 年之前）2007 年中期时，观察家们评论了已有成型技术的高市盈率现象，例如 Level 3 和 Oracle。在全部投身之前，他们再三建议聪明的投资者应当谨慎考虑购买高市盈率股票。如果你今天买入 50 倍 P/E 的股票，打算在 5 年后（发行人的业务可能已经步入成熟期）以 20 倍 P/E 卖出（仍然高于平均水平），公司的每股盈利必须翻 4 倍，这样你才能实现与整个市场相当的回报水平。表 15-6 计算了为实现市场回报率（%），要求的 5 年内 EPS 增长率。

表 15-6 增速预期和高 P/E 股票

买入时的 P/E	5 年后退出时的 P/E	为了实现市场回报率，要求的 5 年内 EPS 增长（%）①	要求的年复合 EPS 增速
100	20	820	56
50	20	360	36
40	20	270	30
30	15	270	30

①为了实现 13% 的市场回报率，假设没有现金股利支付。

小结

多数从业人员的争论集中在相对价值法上。如果汽车配件类股票的交易价格是每股净利润的 16 倍，那么这个 16 倍乘数就是评估一只汽车配件股票的出发点。如果研究结果显示，目标公司的业绩表现较其同业更好，则应得到更高的乘数。如果以往业绩甚差，前景亦不看好，则应得到更低的乘数。其他一些基于非盈利情况的因素，例如“隐藏”的资产价值或者是表外负债情况，都会从基本的估计乘数中予以添加或扣除。

可比公司分析法的主要问题是：它并没有告诉你整个行业在某个时刻是定价过低还是定价过高。有的分析师查找历史记录，试图发现显著的偏离现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象，但是坚持这种观点需要具备反向思维、逆势操作，这样可能会危及分析师的职业生涯。相对价值法遇到的第二个问题是缺乏真正意义上的可比指标，即使是在同一行业的各个公司还是各有特点，从而限制了这种研究的相关性。因此，我建议每一次都用另外三种估值方法作为相对估值法的实际参照价值，如果计算结果存在显著差异，在没有解决问题之前，分析师最好不要做推荐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 16 章

边缘公司的业绩评估

大约 1/5 的上市公司曾经历业绩亏损而不是盈利，但这些公司仍旧具有重大价值。许多公司的历史业绩跌宕起伏，某一年亏损，而另一年又盈利。分析师需要对 15 章介绍的相对价值分析方法做出修正，以便适用于这类公司。本章将对此进行介绍。

我一度担任过某家巨额亏损企业股东方的估值专家。由于第三方的某些行为对该公司股价造成了损害，这些股东正在法律起诉第三方以寻求赔偿。控方声称，亏损企业未来扭亏为盈的可能性很低，因而不具备内在价值。有些人本能地觉得这种论断有着吸引之处，可事实却恰恰相反。成千上万的上市公司业绩存在账面亏损，而他们股票的交易价格却暗示出这些公司的重大价值。事实上，我在新能源板块完成的一项颇具价值的工作，形成了“可比公司表”(comparable-company table)，表中的公司无一盈利，但任一家公司的股权价值都数以百万计（见表 16-1）。

表 16-1 新能源上市公司：具有重大股权价值的持续亏损企业（2008 年 10 月）

（单位：百万美元）

公司	近 12 个月		股票市场
	收入	亏损	价值
蓝火乙醇	0	-17	36
美国赛伯乐投资公司	8	-11	7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司	近 12 个月		股票市场
	收入	亏损	价值
居尔风能	1	-23	70
New Gen 生物燃料	0	-15	55
美国海洋发电科技公司	6	-16	64
ZBB 能源	1	-5	20

注：许多亏损企业都有重大价值。

对业绩不稳定的公司使用现金流折现法（DCF）时，可能会用比其他情况下更高的折现率来对预测现金流折现。假如一家稳定、盈利的可比公司需要的内部收益率（IRR）是 15%，则一家持续亏损公司需要的 IRR 大约是 30%。高折现率反映出当前亏损演变为未来盈利的不确定性。

不同于现金流折现法（DCF），相对价值分析法窥测未来的能力很有限，这是由于作为相对价值分析基础的可比公司估值比率反映的是公司目前业绩。对于亏损企业，从业人员要么在他们的相对价值分析（比如，公司价值/销售收入乘数）中强调非盈利为基础的比率（non-earnings-based ratio），要么就估计该企业正常的未来盈利能力，继而应用常规的以盈利为基础的比率。

研究报告示例

1. 简介
2. 宏观经济评论
3. 有关股票市场展望
4. 公司及其业务评论
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 估值方法的应用 ✓
8. 投资建议

如何定义“存在问题的公司”

在对某个存在问题的公司进行相对价值分析之前，我们需要将公司归入下列 3 个类别之一。

第 1 类：剔除一次性的“盈余暂时减少”。第 1 类公司有良好的历史业绩，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但近一年却出现了“盈余暂时减少”。分析师假定这是一次反常，并对公司的追踪业绩做相应调整。

第 2 类：起伏不平的过往业绩被平滑化。业绩不稳定的公司、周期性公司和持续亏损的公司都属于第 2 类。这类公司的盈利能力暧昧不明。分析师在应用可比公司的估值乘数之前，需要对历史业绩做出平滑化处理或者打较大的折扣。比如，对于第 2 类的公司，分析师可能不会使用正常公司平均 10 倍的“公司价值/销售收入比率”（EV/sales ratio），而是使用 6 倍的比率，也就是打 40% 的折扣。

第 3 类：自然资源类企业。第 3 类公司拥有尚未开采利用的自然资源资产，比如石油储量、金属矿藏或林地。这些自然资源必须先经过提炼、采集和销售，才能产生收入。投资者要计算石油钻探、矿石开采或林地砍伐的未来成本，并将这些成本与预计的未来收入相比较。

这类资产的开发可能需要投入大量资本。比如，拥有大量铁矿石的企业为了开发这些矿藏可能面临巨额开发费用。采矿设备、铁路支线、公共设施连接和初始成本都意味着高额投资。在进行了一些开发工作之后，这些矿藏表现出的风险可能与最初发现时预计的不同，因而我们无法确定是否能按时、按预算地完成这些基础设施建设。未来矿石的价格走势也是个不确定因素。

分析第 1 类公司

1. 一次性的收益或亏损

顾名思义，“一次性”事件是罕见情况下发生的事件。近年来，美国的企业养成了将许多经营失误列为“一次性”事件的习惯，以便使他们的管理业绩看上去好一些。会计界对这一行为持否定意见，却又无法鼓动改革。投资从业人员则要考虑哪些实际发生的事件是不会再次发生的，随后在计算公司的净利润和息税折旧摊销前利润（EBITDA）时剔除这种收益或亏损，提供标准化数据（就像这个事件从未发生）。为了便于比较，他们也会以相同方式对类似企业的数据进行调整。

表 16-2 显示了剔除 2 000 万美元的一次性费用后，如何增加了 1 200 万美元（或 50%）的企业净利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16-2 第 1 类公司：一次性亏损的调整，截至 2009 年 12 月 31 日

（单位：百万美元）

	报表中	调整	预计
息税折旧摊销前利润	100	—	100
折旧与摊销	-30	—	-30
一次性费用	-20	+20	—
息税前利润	50	+20	70
利息	10	—	-10
税前利润	40	+20	60
所得税	-16	-8	-24
净利润	24	+12	36

2. 一次性非持续业务的剥离出售

公司一般会剥离出售那些不符合其长期目标的部门。出于会计工作的需要，剥离完成后，这些被剥离部门的收入和利润（或损失）会在公司的利润表中单独列示，例如列示在"非持续性经营"一栏中。出于估值目的，从业者会把不可持续业务从历史记录中剔除，得出可用于比较分析的预计数据。

分析第 2 类公司

1. 收入记录不稳定的公司

没有呈现出平稳向上盈利趋势的公司仍可能是有价值的，主要源于投资者信任现有的管理层（或新的管理层）能够改变这种不稳定的盈利趋势。专家发现，对于业绩不稳定的公司而言，将其一年的盈利数据（x）（比如每股盈余或息税折旧摊销前利润）乘以可比公司的平均估值倍数（y），得出的简单的公司估值，远不如对收入稳定的公司使用这种方法有意义。平均法可以减轻这种不稳定的收入记录引发的问题。普遍的修正措施之一是通过平均公司 3～5 年的业绩，以平滑化这种不稳定的业绩影响。从业者使用的是过去 3 年业绩的平均值，而不是过去 1 年的盈利数据（或未来年度的盈利预测）。再用这个平均值乘以该行业适用的年度每股盈余倍数，得出有意义的估计值。

2. 周期性公司

正如我们讨论过的，许多企业的收入与行业周期高度相关。这类企业的繁荣与萧条交替而至，其历史记录会显现出周而复始的波峰与波谷形态。另一些周期性公司的收入变化与整体经济虽然并非完全挂钩，也会与其他经济变量的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势相关。证券公司基于股票和债券的价格走势呈现出周期变化，而农产品公司则与农作物价格的周期性变动相连。证券分析师很难确定这些公司精准的相对价值。实践中，我们用其他方法对年度和平均盈余乘数辅以补充，包括以下几种。

- 将一个周期内所有的盈余能力进行连乘，得出公司估值：对公司整个周期内的每股盈余进行平均，周期可能持续 5 ~ 8 年不等，预测下个周期内公司合理的长期增长率，并将下个周期内的预计每股盈余与合适的市盈率相乘。
- 将最近的年度峰值进行连乘，得出公司估值：考虑标的公司行业内相似公司的市盈率，将这个市盈率乘以标的公司高峰时期的年度每股盈余，得出合理的估值。
- 将最近的年度低值进行连乘，得出公司估值：重复上述过程，但使用周期内波谷时期的年度每股盈余。
- 将加权平均结果进行连乘，得出公司估值：赋予当前年度的盈余 40% 的权重，赋予前一年的盈余 30% 的权重，以此类推。

3. 亏损公司

许多投资机构对亏损公司的第一反应就是避而远之。比起常规的股权投资，这些亏损公司的运营、管理和财务问题会为分析带来更多的难题。此外，亏损公司难以估值，众所周知，其盈利也同样难以预测，因而投资机构为这类公司支付过高的风险也会被放大。这些因素都会增加股东无法获得预期回报的风险。

尽管有上述提到的种种困难因素，仍有成千上万的巨额亏损公司拥有重大股权价值，这些业绩欠佳公司的股东代表着投资者的一个典型类别。不过，分析师在这种情况下应该如何寻求估值的路标呢？现金流折现法对于分析师自身的工作倒是有帮助，但很少有机构会对这一方法加以重用。而基于盈利的估值乘数对于亏损公司又没什么意义，因为这些公司根本就没有盈利去被“乘以”。这些业绩欠佳公司的主要吸引之处是其盈利潜力，可是当所有的预测结果都值得推敲时，投资者又如何能在现实世界中衡量这种潜力呢？

在分析中除了考虑来自历史盈余的预测之外，还要考虑估值参照基准。许多这类方法基于会计数据进行计算，也有一些依赖经营数据。表 16-3 中展示了对亏损公司估值时，基于会计数据的几种常用比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16-3 每股盈余为负数的公司的估值乘数

- 息税折旧摊销前利润乘数。假设该公司的每股盈余为负值，但由于折旧、摊销和利息费用，其息税折旧摊销前利润仍为正值。便可用最近年度的每股息税折旧摊销前利润乘以参照基数（比如 5 或者 6），得出粗略的公司估值。分析师继而减去债务并加上超额现金，便可得出权益价值（企业价值）
- 账面价值乘数。亏损公司虽然不产生利润，但其“所有者权益”科目仍为正值，表明资产的会计价值仍超过负债。盈利的制造业公司“价格/账面价值”比率（市净率）通常是 2 倍到 4 倍。亏损公司的类似比率则是 1 倍或更低
- 销售收入乘数。拥有较高销售量的公司可能有盈利的潜力，或许可以削减不必要的费用或提高销售价格。华尔街认识到这种可能性之后就说：“好，企业价值就是 1 × 销售收入。”就好像在做一笔关于亏损公司的交易。投资者要体会这些话的言外之意，计算可比上市公司的“公司价值/销售收入比率”。再对这些业绩欠佳公司打上一个折扣，以得出合理的公司估值

（1）息税折旧摊销前利润乘数。

随着收购兼并活动的增加，将公司价值视为其息税折旧摊销前利润（EBITDA）的乘数、而不是净利润的乘数这一观点正变得流行起来。那些公司收购方特别是私募股权投资公司，主要依靠息税折旧摊销前利润来评估目标公司偿还收购负债的能力。证券分析师也采用这一方法，使用息税折旧摊销前利润来估计一家公司可能的收购定价，估计亏损公司的经济价值。华尔街大多将经营性现金流定义为 EBITDA（即扣除利息、税金、折旧和摊销之前的利润）。折旧和摊销（D&A）是非现金形式的会计支出，反映的是公司资产价值的假设减少额。

会计理论指出，如果要保持净利润，折旧和摊销费用应该被再投资于企业，然而这一理论并非总是正确的。比如，2000 年到 2008 年时，房地产价格上涨的幅度远高于其折旧价值。此外，许多非房地产类的收购者在同期内发生了大笔的摊销成本，却在 2008 年股票市场崩盘时获得了巨大盈利。

“企业价值/息税折旧摊销前利润比率”（EV/EBITDA ratio）可用于评估多种行业，包括有线电视、移动电话、石油、酒店、房地产和博彩业。显而易见，有时候在没有将折旧和摊销费用全部再投资时，股权价值依然会增加。这一现象在过去十年间对于许多媒体行业的股票很适用，尤其是对大量从未有年度净利润记录的公司而言。现如今，新的互联网技术威胁到电视、电台和报纸的前景。同样，当写字楼市场供不应求的时候，房地产商可以节省下翻新和改善出租房条件的费用，但当租户有多种租赁选择的时候，这类资本支出就会大量增加。

（2）账面价值乘数。

该乘数的计算方式是：当前每股价格/每股账面价值。账面价值是基于过往的会计数据形成的，作为测量尺度它存在一些缺陷，除了没有考虑公司作为持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续经营的主体所产生的附加价值（以及一些相关的无形资产），账面价值还无法将比如房地产之类的一些有形资产的增值记录进来。“价格/账面价值比率”（price/book ratio）对于那些陷入困境的企业最有意义，这些企业可能会被清算，而账面价值有助于界定下行风险。金融类公司的“价格/账面价值比率”倒是往往会被引用，因为这类公司的主要资产（公司债券和贷款）没什么无形价值。

（3）公司价值/销售收入乘数。

当亏损公司出现下列情形时，测算公司价值与销售收入之间的关系便很有用：①具有扭亏为盈的可能性；②正准备引进新产品；③正开发特许经营权。这个乘数的理念在于：销售收入将来会转化为盈利。这一比率最常用于高风险的高科技公司，它们的销售收入增长迅速，但只有达到足够的经济规模时才能转变为利润。比如，表16-4中展示的是一家医疗软件公司的估值数据。息税折旧摊销前利润（EBITDA）为正数公司的平均“公司价值/销售收入比率”为2.2倍，我设定亏损企业的这一比率为1.5倍（打了30%的折扣）。

表16-4 2007年医疗软件公司可比数据 （单位：百万美元）

	最近12个月		公司价值/销售收入	公司价值：息税折旧摊销前利润
	收入	息税折旧摊销前利润		
目标公司	17.7	-1.0	1.5	Neg.①
可比上市公司				
A	53.0	4.4	2.6	N. M.②
B	108.0	16.2	2.2	14.7
C	74.0	3.2	3.0	N. M.
D	49.0	6.3	1.2	10.9
E	63.0	8.1	1.5	11.7
	中值		2.2	11.7

注：由于息税折旧摊销前利润为负值，对目标公司使用“公司价值/销售收入乘数”为基础进行衡量。

① Neg. 意味着比率为负值。

② N. M. 表示这一比率虚高。

4. 相对价值速算比率

大部分亏损企业不适用基于会计数据的估值乘数，这些乘数更适用于那些具有稳定盈余增长趋势的盈利公司。然而，大多数不良证券的研究报告中都会考虑可比公司的“公司价值/息税折旧摊销前利润”“价格/账面价值”和“公司价值/销售收入”等比率。相似亏损公司（或兼并收购交易）的匮乏限制了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些数据的适用度，但从业人员试图通过对盈利企业的比率打折扣，来对亏损企业使用这些数据。同样，预测现金流分析法在运用于亏损企业的估值时也存在很多困难，因为这类公司的前景有大量不确定性。

由于分析师不放心完全依靠基于历史记录得出的价值乘数，或基于令人怀疑的预测中得出的现金流量，于是他们转而使用大量的速算价值比率（short-hand value ratio）来进行估值。这些比率依据除了历史和预测财务数据之外的其他数据。通过与被评估公司相关的资产和产量统计数据，通常可以快速计算出这些比率。速算价值比率提供了问题公司的另一种估值方式，分析师在得出最终结论之前，往往会使用多种方法。

速算价值比率大多使用每个行业特定的经营标准。例如，一家亏损的零售公司价值可以表达为：企业价值除以其拥有的零售店数量。然后将所得的“这家零售店的企业价值”与其他零售公司相比。虽然速算价值比率的计算过程没什么科学依据，但它们依然为华尔街日常使用。尽管速算价值比率对于不稳定的、周期型或亏损的企业最为适用，但它们也逐渐在那些有着成功经营业绩公司的报告中占据一席之地，以便确保评估工作的全面性，并反映出与会计方法所得结果可能存在的差异之处。表 16-5 中所示的是常用的速算价值比率，并按行业进行了划分。

表 16-5 证券分析中使用的速算价值比率

餐饮行业
企业价值/餐饮店数量 = 每间营业中餐饮店的价值
电话服务业
企业价值/电话线数量 = 每条电话线的价值
有线电视业
企业价值/用户数量 = 每位用户的价值
水泥、钢铁和石油化工业
企业价值/年生产能力（吨数） = 每吨生产能力的价值
酒店业
企业价值/酒店客房数量 = 每间客房价值
平均每晚房价 × 客房数量 × 1 000 = 企业价值
航空公司
企业价值/每年乘客里程数 = 每位乘客里程的价值
企业价值/每年满座量 = 每个售出座位的价值
电影院
企业价值/电影屏幕数量 = 每块电影屏幕的价值

分析第 3 类公司

自然资源类企业则有自己的速算相对价值比率，可以对这些资源储量进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估价。计算方式如下：

石油、天然气、木材和矿藏——速算相对价值

股权价值 = 净营运资本
+ 固定资产
− 负债科目
+ 基于最近单独为此类储量支付的价格，而得出的自然资源储量的价值。例如，2008 年地下石油的价格是 20 美元/桶，而地上石油的价格是 75 美元/桶

计算出这项比率之后，分析师可能会说："加拿大黄金公司的黄金储量交易价格是 230 美元/盎司，而巴里克黄金公司的黄金储量交易价格是 280 美元/盎司。"我在第 21 章会深入介绍自然资源类企业。

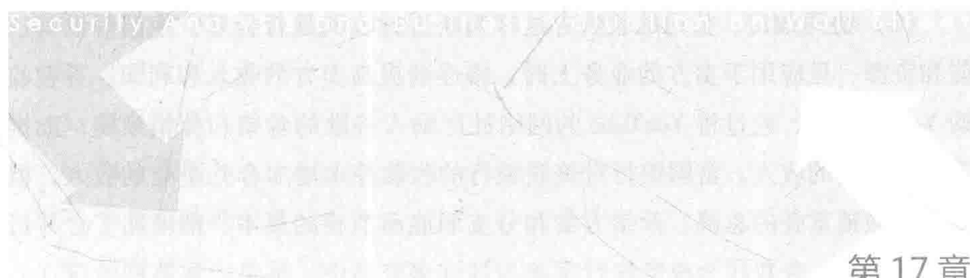
小型公司和相对价值

比起大型公司的估值乘数，小型公司股票的交易报价往往要打一个折扣。这样做的原因有两个：其一，技术上的原因。顾名思义，小型公司股票价格深度很有限，大型机构不能介入，因而对这类股票的需求也相应减少；其二，小型公司的运营风险比大多数大型企业的高。与大型公司相比，小型公司的盈利波动性较大，更加依赖于少数客户，管理深度也有限。小型公司的折扣幅度可能高达大型公司估值乘数的 30%。

小结

华尔街投资机构、私募股权投资公司和大型兼并收购公司都非常重视相对价值评估，这些方法将股权价格与那些基于收益的估值比率进行比较，比如市盈率（price/earnings）和公司价值/息税折旧摊销前利润（EV/EBITDA）。这些比率特别适用于盈利趋势稳定的企业，然而对于业绩不稳定的公司则用处不大。如果目标公司的业绩记录起伏不定或有收益问题，分析师就使用平均指标、峰值年度指标和速算价值指标。这些数据侧重于企业未来盈利的潜力而非实际的盈利历史。这类比率大多因行业而异，包括基于销售收入、生产能力或矿产储量计算的比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 17 章

并购市场、证券分析和估值

从业者通过检验收购交易的定价，作为对现金流折现（DCF）和相对价值估值方法的补充。第 17 章将说明如何把兼并与收购的价值与之前的分析整合起来。

兼并与收购活动（尽管存在周期性下降）仍在美国和海外以迅猛的速度加速开展。大大小小的公司都认识到了相对于苦练内功而言，通过并购来实现企业自身目标的重要性。随着现有公司通过收购其他公司而建立自己的业务，他们需要与成千上万寻求收购目标的私募股权基金和对冲基金竞争。就这个现象本身而言，无论是规模还是多元化都不能确保某个业务更安全。出现在 1955 年最早《财富》500 强名单中的企业，只有不到 100 家至今仍独立运营。而它们中的大部分都被合并而不复存在。

在我作为投资银行家和私募股权公司高管的职业生涯里，我完成了超过 60 笔并购交易。我的经验是，企业买家会使用本书列出的所有流程来确定一笔收购交易的价格。并购估值和股票分析之间的核心区别主要在于 3 个领域：控制权、协同效应和杠杆作用。

（1）控制权。一个购买了 1 000 股上市公司股票的投资者没有权利改变该公司的事务、董事会或发展目标。而购买了公司控股权的机构则显然有这种权利。传统上，上市公司的控股权比少数权益的每股价格高出 30% 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）**协同效应**。公司的收购方这样判断进行收购是否合理：他们假设其技能和资源一旦应用于卖方的业务上时，将逐渐提高卖方的收入和利润。谷歌收购 YouTube 时，通过将 YouTube 的网络社区纳入谷歌的营销和分销系统，助推了 YouTube 的收入。富国银行对美联银行的收购并未增加合并企业的收入，但是通过撤销重叠的总部、营销方案和分支职能而节省的成本，则增加了合并后企业的利润。在我作为投资银行家参与的许多交易中，单是成本协同效应这一项就能将收购之前的收益提高 10 ~ 20 个百分点。其结果则是，为取得控制权，运营中的公司愿意支付比目标企业公开市场价格更高的价钱（见表 17-1）。

表 17-1 收购中的协同效应预测 （单位：百万美元）

	收购方	卖方	调整	合并后的估计
销售收入	1 000	500	+30①	1 530
营业费用	-850	-425	+25②	1 300
成本降低	—	—	-20③	-20
营业利润	150	75	+35	210

① 销售收入中 3 000 万美元的增加来自交叉销售的顾客。
② 2 500 万美元的营业费用与销售收入增加的 3 000 万美元相关。
③ 卖家成本中减少的 2 000 万美元和重复管理费用的减少，与其他合并效率有关。

（3）**杠杆作用**。尽管具备资金成本和税收方面的优势，那些已有的上市公司管理团队并不愿意使用过高的杠杆。相比之下，促成了杠杆收购的私募股权公司则并不害怕过高的负债，并且不时地将这种优势变成购买价格的溢价。

你可以应用本章所描述的杠杆收购（LBO）方法来确定某个企业的最低收购价格。我之所以称之为“最低价格”，是因为通常私募股权公司报出的估值倍数会比运营中企业报出的倍数更低。这是由于私募股权公司无法实现来自于两个相似企业合并所产生的经营上的协同效应，因而其定价倾向于更低一些。对于“运营中的企业购买另一家企业时，逻辑上可能支付的最高价格是多少”这个问题，则超出本书的讨论范畴（读者可以参阅我较早的著作《并购指南》）。

运营中的企业是股权的活跃买家（通常是为了获得对投资目标 100% 的控股权），分析师们必须清楚何种价格水平可以引发收购兴趣。因此，兼并与收购补充了研究报告中第 7 章和之前章节所述的现金流折现和相对价值估值法。

研究报告示例

1. 简介

2. 宏观经济评论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 有关股票市场展望
4. 公司及其业务评论
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 估值方法的应用 ✓
8. 投资建议

对于那些多元化经营的企业，下面收购兼并估值方法中的前两个会与“分类加总估值法”一起使用，正如以下第 3 点所示。

- **杠杆收购估值法**（LBO valuation）：一个公司在收购市场中的最低价值相当于：该公司对于一名无法实现经营协同效应的金融买家而言的价格。分析师会再给这个杠杆收购的价值打上 25% 的折扣，以衡量该上市公司少数股权的合理价格。
- **收购定价法**：当一家经营中的企业收购另一家企业时，最佳的收购价格就得以实现。那些报价相当于“行业收购乘数的价值打上很大折扣”的企业，则是绝好的投资机会。
- **分部加总估值分析法**：分析师会对多元化企业的各不同部门分别估值。各部门的价值继而加在一起得出企业的整体价值。第 18 章会讨论这种方法。

理解杠杆收购

杠杆收购背后的原理十分简单：“OPM（Other People's Money），即使用别人的钱。”私募股权公司擅长尽可能少地使用自己的钱，而通过杠杆收购公司。收购使用的资金大部分是从银行或其他专业的贷款方借出来的。私募股权公司并不为相关的债权融资提供担保，而仅仅以标的公司资产和未来现金流作为保障。由于私募股权公司一般是由金融专业人士组成的，对于如何经营一家大型制造业或服务业公司知之甚少，因此他们不会在运营水平方面向贷款方许下承诺。私募股权公司本质上是交易的促进者，这也正是它的本职工作。而寻找并购标的、为交易定价、尽职调查、寻求融资渠道和磋商文件是非常冗长和复杂的过程，所需的人脉与技能的结合则无法被轻易复制。

逾千家私募股权公司专注于杠杆收购，还有上百家的对冲基金、投资银行和普通投资基金也涉足这个领域。总的来说，这些买家控制着美国和欧洲的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量行业。尽管有学术研究表明，扣除费用之后，杠杆收购基金并未跑赢大盘，但这个领域仍吸引了许多蓝筹的州养老金计划、公司和员工养老金计划，它们现在成为私募股权公司所掌握的大量股权池背后的首要资金来源。如同所有的收购兼并活动一样，杠杆收购在经济困难时期急剧减少，2008 年年初则是整个 2002 ~2008 年周期的顶峰。

私募股权公司通过运用大量的杠杆收购提高了投资回报率，因为贷款方只能分享少量、甚至无法分享公司资产升值带来的收益。私募股权公司的损失最多是其初始投资资金，大约占整个交易的 25%，却能分享交易 100% 的升值收益。由于通货膨胀和经济增长，公司盈利会有上升趋势，因而使用大量借贷资金来购买公司资产的杠杆收购战术是非常明智的，尤其是当相应的收购价格与历史标准相吻合时。

由于溢价购买可能造成失败，因而“正确的收购”是私募股权公司的第 2 个关键因素。出价过高会付出高昂代价的原因主要有两点：其一，与任何其他的公司买家一样，私募股权公司所付的钱越多，收益率越低；其二，即使这笔交易的出价合适，在运营过程中允许失败的余地仍然非常小。私募股权公司出价过高时，收购过程就会背负比正常情况下更多的债务。而当这笔交易的经营收益比预期的低时，标的公司偿还债务的能力便会遭受影响。

杠杆收购的第 3 个关键因素则是：提升标的公司的业绩。收购完成之后，私募股权公司要激励管理团队带来超出平均水平的效率。高层管理人员会被提供参与股权的机会，以期望他们能像业主而不是雇员那样运营企业。作为回应，许多高管会削减开支，而不是像在公众所有制结构下那样容忍高额费用。这为私募股权公司带来的可能是超预期的收购效果。表 17-2 列示了杠杆收购的这 3 个基本要素。

表 17-2 杠杆收购的三大原则

1. **用别人的钱**。在交易中尽可能多地运用杠杆手段，以便提高未来的权益回报
2. **正确地收购**。寻找那些能够以相对较低的估值乘数进行收购的公司
3. **提高运营业绩**。转变管理层的定位，使他们像所有者而不是雇员那样开展工作

杠杆收购的运作机制

进行杠杆收购的运作机制是众所周知的，核心在于：寻找到那些能够承受债务负担的企业来为 75% 的收购资金融资，如图 17-1 所示。这种程度的杠杆率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于房地产、银行和航空等行业并不罕见（仅举几个类别），但在大多数制造产品或者提供服务的行业中却不常见。原因何在？因为经营性企业的价值每年会产生巨大波动。即使那些大牌企业的价值也会呈现出大范围的波动。2008年，通用电气的股票价格在 17 ~ 40 美元波动，即 12 个月中产生了 58% 的波动幅度。沃尔玛的股价则在 42 ~ 64 美元，波动幅度是 35%。

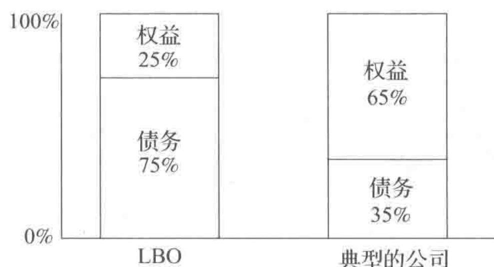


图 17-1 杠杆收购的资本

为了证明价值显著下跌的风险是值得承担的，杠杆收购的出借方在寻求借款方时，需要对方具备几个关键特征。

- 科技含量低。出借方偏好那些所依赖科技不会发生迅速变化的企业。
- 稳固的过往业绩。出借方偏好那些科技含量低、具有持续盈利历史且预计能够偿还债务本息的企业。
- 实物资产。为应对潜在的经营问题，出借方青睐那些具备大量有形资产的企业，比如有房地产、厂房设备、存货和应收账款的企业。
- 原有负债率低。为了承担收购时形成的债务，借款方企业本身需要具有较低的杠杆率。

私募股权公司在审视潜在的收购标的时，会在上述借款偏好与购买价格区间之间权衡，会运用基本的计算方法以确定该收购标的对出借方具有的吸引力。

案例研究：KEANE 公司

以私募股权公司在 2007 年时考虑收购 KEANE 公司为例，该公司是一家信息科技和业务流程服务提供商。KEANE 公司具有持续的盈利历史，从事的行业科技含量较低，具有充足的偿还债务本息能力。2006 年其股票交易价格为 10 ~ 16 美元。表 17-3 列出了部分信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17-3 KEANE 公司财务信息摘要

（除了每股数值之外，单位为百万美元）

	会计年度截至 12 月 31 日		
	2004	2005	2006
利润表数据			
收入	801	912	956
息税折旧摊销前利润	69	79	80
息税前利润	42	51	52
净利润	29	32	33
每股盈余	0.44	0.52	0.55
	2006 年 12 月 31 日		
资产负债表数据			
现金	166		
其他流动资产	180		
总资产	807		
流动负债	113		
长期负债	150		
所有者权益	440		
股票数据			
2006 年的股价范围	10～16		
流通股股本	60		

私募股权公司应该支付多少钱

KEANE 公司是个不错的杠杆收购标的，但私募股权公司在一单杠杆收购中应该支付多少钱？出借方提供了大多数资金，而他们对于借款限额的最初设想则为最低收购价格指明了一个很好的方向。在审查杠杆收购标的时，出借方会使用一些基准比率，比如债务总额/息税折旧摊销前利润、每年还本付息额/息税折旧摊销前利润、息税前利润/利息费用。这些比率的大小会随着资本市场的状况发生变化，在 2007 年年初，相应的基准比率大约分别是 6.0、1.7 和 1.3。我们在本书的分析以“息税前利润/利息费用”比率的 1.3 倍为基础。

在 2006 年，KEANE 公司的息税前利润是 5 200 万美元。按照 1.3 倍的“息税前利润/利息费用”比例，则表明 KEANE 公司的杠杆收购每年能够承受 4 000 万美元的利息费用（5 200 万美元 ÷ 1.3 = 4 000 万美元）。假设杠杆收购的债务利率为每年 7%（比 10 年期的美国国债利率上浮 2.5%），则 KEANE 公司能负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担 5.7 亿美元的债务（4 000 万美元 ÷ 0.07 = 5.7 亿美元）。如果交易的债务/权益比率是 75/25，则私募股权公司对 KEANE 公司的报价就是 7.6 亿美元（见表 17-4）。

表 17-4 KEANE 公司的杠杆收购价值

	百万美元	百分比
杠杆收购债务	570	75
权益	190	25
杠杆收购的企业价值	760	100

KEANE 公司在 2007 年年初的负债总额是 1.5 亿美元。由于这笔现有负债必须由杠杆收购借款方承担或偿付，因此要从企业价值中扣除，而企业持有的现金余额则要加回去。最后得出的净额就是 KEANE 公司的权益收购价值，再除以流通在外的股本数，则得出杠杆收购的每股价格（见表 17-5）。

表 17-5 KEANE 公司杠杆收购的每股价值
（除了每股数值之外，单位为百万美元）

企业价值	760
减去：现有负债	-150
加上：持有现金	166
权益收购价值	776
除以流通在外的股本数	÷60
杠杆收购的每股价值	12.93

这个每股 12.93 美元的价格是可承担能力的指导价。由于这个价格高于 KEANE 公司 2006 年交易价格区间（10 美元到 16 美元）的底部，因而，卖给私募股权公司的可能性是存在的。然而，这个价格仍是个粗略的估计。潜在买家的尽职调查可能会发现能够改变公司估值的隐匿资产或负债。

KEANE 公司对外公开的财务预测显示它能够承受杠杆收购类型的债务负担。表 17-6 提供了这项 7.6 亿美元交易的财务预测数据。

表 17-6 KEANE 公司（假设 7.6 亿美元杠杆收购交易）财务预测摘要

	实际值	预测值①		
	2006	2007	2008	2009
利润表数据				
收入（百万美元）	956	1 002	1 052	1 105
息税前利润（百万美元）	52	56	59	62
假定的杠杆收购利率（%）	40	40	38	34
息税前利润/利息费用比率②	1.3	1.4	1.6	1.8

① 数据来源于证券交易委员会（SEC）中有关 KEANE 公司要约收购的档案。
② 最低可接受的估值比率为 1.3 倍。该假设比率选取了 2008 年和 2009 年的债务偿还数据。

预测反映了卖家对未来业绩常见的乐观预测。即使管理层对公司的息税前利润预测向下调整 20%，KEANE 公司仍旧预计能够覆盖其债务本息。因而 12.93 美元/股的杠杆收购价格是收购价格的下限。实际上，在摩根士丹利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Morgan Stanley) 做出拍卖之后，KEANE 公司收到了多个报价，其中一些来自私募股权公司。最终，Cantor 公司（一家全球咨询公司），以 14.3 美元/股的价格收购了 KEANE，比杠杆收购的价格溢价 11%。

杠杆收购估值以及对上市公司的证券分析

对于那些符合出借方标准的制造类和服务类企业，从业者按照与 KEANE 公司案例同样的步骤计算杠杆收购的权益价值。

第 1 步：对低到中等科技含量和具有稳定过往业绩的公司进行核实。这些特性可以吸引到出借方。

第 2 步：运用通行的基准（比如 1.3 倍的息税前利润/利息费用比率），来确定杠杆收购买家的可承担能力。

第 3 步：运用自上而下的分析法得出预测，并确保能够偿还债务未来的本息。

第 4 步：计算杠杆收购的每股价值。

当某个股票的交易价格低于其杠杆收购价值的 75% 时，从业者会认为是时机收购这家公司了。如果公司的股权持有较分散且公司章程中没有针对收购的保护措施，则可能引起主动投资类对冲基金或恶意收购买家的注意，这带来了股票价格提升的动力。

战略型收购估值

2005 年至 2008 年期间，杠杆收购占据了整个收购兼并交易的 30% 左右，而杠杆收购的定价参数比起其余 70% 的并购交易更容易计算。一家运营中公司对另一家运营中公司的收购有太多的情境变量，因而无论是估计给定公司对另一家公司的价值，还是估计交易的合适时机，都非常困难。然而，一家运营良好公司的交易价格如果低于可比收购交易估值乘数（或者像沃伦·巴菲特所说的"私募市场价值"）的 75%，则基本上是很划算的。比如，2007 年中旬之前 4 家养老院运营者接受的收购报价，以企业价值/息税折旧摊销前利润（EV/EBITDA）比率计算，在 11.5 倍到 13 倍的区间内。在其他所有条件相同的前提下，一家以息税折旧摊销前利润 9 倍（或中值的 75%）交易的养老院则是非常好的投资对象（详见表 17-7）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17-7　2007 年 8 月之前 12 个月内的养老院收购交易数据

卖方/买方	日期	企业价值（10 亿美元）	企业价值/息税折旧摊销前利润	企业价值/销售收入
Carlyle/Manor Care	2007 年 7 月	6.6	12.9	11.1
Formation/Genesis Healthcare	2006 年 12 月	1.8	11.5	1.0
Sun Healthcare/Harborside Healthcare	2006 年 10 月	1.2	13.0	11.1
JER/Tandem Health Care	2006 年 8 月	0.8	12.5	1.1

识别收购兼并的可比参数比追踪公开交易的可比参数困难得多，因为收购兼并的交易数量比公众参与者的数量要少很多。此外，由于形成具有代表性的交易样本需要追溯到一年甚至更久之前的数据，分析师在任意给定时点所提供的有关收购兼并的信息都已经是过时的。因而从业者会保留动态的交易数据库，当出现新的交易时，对数据加以修正。想要追踪行业定价数据的分析师可以通过一系列信息服务商购买收购兼并数据，比如 Mergerstat 公司、资本商情公司（Capital IQ）、汤姆森金融公司（Thomson Financial）[⊖]、Done Deals 公司和 SDC Platinum 公司。从业者应当尽可能地将收购交易的财务和运营属性与他的目标企业进行比较，并在中值比率应用于目标之前做适当调整。比如，如果你的目标企业比可比企业成长得更快，那可能需要对其应用略高一些的价值乘数。

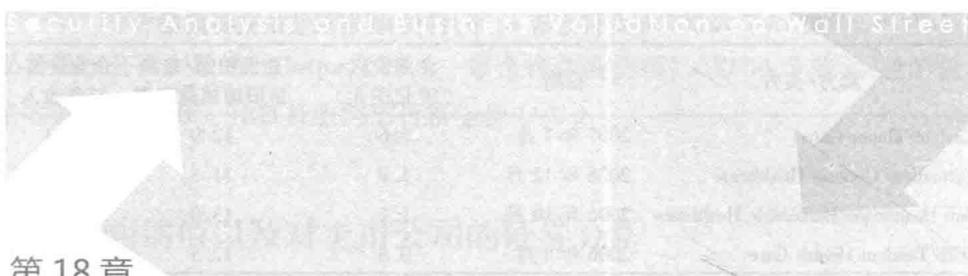
小结

把收购兼并交易纳入证券分析的范畴是个绝好的构想。那些交易价格大幅低于其私募市场价值的公司是优于平均水平的收购对象，这也暗示着投资者收到对其股票溢价收购的可能性。企业的收购估值则是对我们前面章节所述的现金流折现法和相对价值估值法的补充。

然而，收购兼并领域所青睐的行业历经变更，经济衰退也使杠杆收购的贷款来源枯竭。认识到金融市场的变幻莫测，分析师应当使用自上而下的研究方法，验证某个行业的未来对于收购定价而言是否合理。

⊖ 已与路透合并为汤森路透。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 18 章

分部加总法

多元化经营的企业对从业人员的分析提出了进一步的挑战。本章讨论如何将企业分解为各个独立的部门并分别对其估值。

对多元化经营的上市公司进行企业估值是证券分析的一大难题。许多这类企业经营着各类截然不同的业务线，这意味着对一只股票的估值会演变成对一系列业务的研究。因而分析师不得不对各个业务板块重复运用令人头疼的现金流折现和相对价值评估法。造成的结果则是：对一家集团化企业进行正确分析所耗费的精力，相当于对一家经营单一产品的企业所需精力的 2 ~ 3 倍。本章讨论的内容是对多元化企业进行估值的过程。

研究报告示例

1. 简介
2. 宏观经济评论
3. 有关股票市场展望
4. 公司及其业务评论
5. 财务分析
6. 财务预测
7. 估值方法的应用 ✓
8. 投资建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背景介绍

真正多元化企业的各项业务之间几乎毫无联系，因而从业人员并不会将企业视为一个持续经营的整体进行估值。相反，他将这类企业看作是由各个相互分离的单元构成的一个集合，而每个单元都可以剥离出来实现其价值。

分部加总分析法最适用于各个业务部门之间毫无关联的企业集团。我们最初使用“分解”这个术语来形容这种分析法。当时的收购大师们使用这种方法分析多元化企业，并以低于各业务板块价值之和的价格购买多元化上市公司。之后再将这些公司的业务部门逐个出售，从而实现市场没有认识到的那部分价值。较大的经营企业就是如此被“分解”成各个组成部分的。一家股价为 25 美元/股的集团企业的分解价值可能是 35 美元/股。我较早时期的著作《并购指南》讨论过这一方法。

真正的“分拆”交易如今已经很少了。针对这种交易行为大量涌现的现象，联邦政府对有利于交易的税收漏洞做出修正。修正后的税负则令大多数的分拆交易无利可图。取而代之的是，多元化上市公司通过将其持有的非核心业务在证券交易委员会（SEC）进行登记，并将这些股份分配给母公司股东的方式，实现这些业务的价值。在获得美国国税局将分配免税的批准之后，通过这种资产分拆母公司宣布将这些业务部门的股份作为非现金股息进行发放。资产分拆之后，母公司的股东拥有两组股票：一组是母公司自身的，另一组则是一个新设立上市公司的。他们希望这种双重持股的模式能够获得相对原先模式更高的交易价格。

在我撰写本书的时候有几家企业集团正在考虑进行资产分拆，包括摩托罗拉、时代华纳和大众传媒（Media\General）。摩托罗拉考虑对其陷入困境的手机制造业务进行分拆，以便其高速成长的移动互联网和移动解决方案业务获得更大的知名度。时代华纳对它的两个部门进行了资产分拆的评估，分别是其庞大的有线电视运营子公司和业绩不佳的美国在线子公司。投资者纷纷抱怨这两项业务拖累了时代华纳的股价表现。大众传媒公司则研究了将业务分拆成两个上市公司的构想，即广播电视公司和报纸出版公司。就像其他传媒公司的做法一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收更有利于资产分拆而非现金出售

很多金融界的人士在听说资产分拆技术时会问："为什么母公司不直接把非核心业务部门出售给出价最高者以换取现金呢？这些现金随后就可用于公司的一般性经营用途。"答案是：现金出售的税负极其沉重，因而更好的选择是母公司股东得到新的资产分拆股份，而不是让母公司收到现金并用于债务偿还、发放现金股息或股票回购。对于很多企业而言，非核心业务部门已经有较长历史，而母公司投资于这些业务部门时的计税基础远低于现在的市场价值。在现金出售的方式下，母公司缴纳的税款有可能仅相当于出售所得收益的1/3。举例来说，麦克拉奇公司（McClatchy Company）在2006年出售其价值20亿美元的新闻业务部门时，企业所得税款就高达7亿美元。

再看看以下例子：某公司的非核心子公司已有40年历史，其股票的计税基础是1亿美元。母公司以10亿美元的价格售出股票，并为9亿美元的盈利缴纳35%的所得税。母公司需要支付3.15亿美元的所得税款，也就是售价的31.5%。母公司股东在这笔10亿美元的出售交易中实现的价值只有6.85亿美元（即10亿美元减去3.15亿美元）。参见表18-1。

表18-1 母公司现金出售低税基子公司缴纳的税款

（单位：百万美元）

现金出售价格	1 000
非核心业务部门的计税基础	-100
应课税收益	900
所得税	×35%
应付所得税	315

相反，如果母公司把非核心子公司的股票分拆给股东，股票在公开市场上的交易价格相当于对其10亿美元的收购价打上小幅折扣。使用20%的少数股权折价，非核心子公司股票的价格是8亿美元（10亿美元×80%），这比6.85亿美元的现金出售税后所得收益溢价了17%（8亿美元÷6.85亿美元=117%）。那些采取资产分拆而非现金出售的母公司，股东的收益则会多出1.15亿美元（8亿美元-6.85亿美元）。详见表18-2。

表18-2 非核心子公司的公开市场价值与母公司现金出售所得的比较

（单位：百万美元）

非核心子公司股票的交易价格	800
母公司现金出售子公司的净收益	-685
母公司股东通过资产分拆获得的额外价值	115

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分部加总法举例

让我们以霍尼韦尔国际公司（Honeywell International，Inc.）为例，说明如何实施分部加总分析法。2009 年 3 月时，霍尼韦尔公司有 4 项业务——航空航天、自动化、特种材料、运输，各业务之间几乎没有经营协同效应。尽管各项业务性质不同，霍尼韦尔仍然经营有方——它的收益在过去 10 年之中趋于上升，某项业务收益的偶尔下降也会被其他业务收益的增长所抵消。公司的资产负债表表现强劲，净资产收益率良好。表 18-3 摘录了其2009 年 3 月的经营和市场数据。

表 18-3 霍尼韦尔国际公司：财务和市场数据摘要

（除了每股数据和比率之外，单位为百万美元）

利润表	截至 2008 年 12 月 31 日	2003 ~ 2008 年的复合年均增长率（%）
收入	37.1	10
息税折旧摊销前利润	5.4	16
息税前利润	4.6	17
净利润	2.8	16
每股盈余	3.70	19
资产负债表	**截至 2008 年 12 月 31 日**	
现金	2.3	
营运资金净额	1.4	
固定资产	5.0	
总负债	9.1	
所有者权益	9.5	
市场数据	**截至 2009 年 3 月 15 日**	
股票价格	32	
市盈率乘数	8.6	
股价/账面价值（市净率）	2.3	
企业价值/息税折旧摊销前利润	5.6	
股息收益率（%）	3.4	

注：净利润的计算中剔除了一次性的损益项目。注意该公司强劲的增长率、稳健的资产负债表和中等的估值倍数。每股盈余的增长超过了净利润的增长，是由于公司股权回购导致流通在外的股本数量下降。

业务部门的估值

分部加总法的第一个步骤是将霍尼韦尔公司的业务部门（或业务板块）视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为独立的公司进行估值。表 18-4 列示了公司各部门的业绩摘要。当分析师试图确定公司某个业务部门的价值时，他往往会发现这个业务部门是没有实际净利润报表的，因为部门的资本化结构是人为划分的，或根本不存在。然而各业务部门会报告各自的经营利润数字，这个数字大体相当于一个上市公司的息税前利润。分析师可以将这个数字作为指标，开始估值。

表 18-4 霍尼韦尔国际公司：截至 2008 年 12 月 31 日的业务部门信息
（单位：10 亿美元）

净收入	
航空航天	12.7
自动化和控制解决方案	13.8
特种材料	5.5
运输系统	5.1
公司	—
	37.1
业务部门经营利润（息税前利润）	
航空航天	2.4
自动化和控制解决方案	1.6
特种材料	0.7
运输系统	0.5
公司	-0.2
	5.0
利息费用	-0.5
股票期权费用	-0.1
养老金费用	-0.2
税前利润	-4.2
所得税	-1.4
净利润	-2.8

出于法律、税务和会计的考虑，类似霍尼韦尔这类大企业通常会以控股公司的形式来区分各业务部门。各业务线都被装进子公司之中，这些独立的子公司通过从母公司那里以股本权益（有时是债务）形式获得永久性的资本。子公司拥有存货、应收账款、厂房和设备。母公司的主要资产是这些子公司的普通股，其主要债务则是为子公司运营活动提供融资所发行的债务（即实际向外界生产产品或提供服务的是子公司）。母公司能够以比子公司独立融资更低的成本获得大笔融资。此外，母公司还有为经营业务提供管理服务所需要的金融、法律、税务、财务、人力资源和 IT 专家。图 18-1 呈现了一家控股公司的组织架构图。

相关的子公司（或业务部门，视情况而定）不具有独立的资本结构。公司少量的长期负债是欠母公司的，母公司持有其普通股。由于子公司的所得税是合并在母公司层面的，所以并不存在单独的“子公司净利润”这个概念。

由于霍尼韦尔的业务部门持续盈利，可适用基于盈利的乘数和现金流折现等估值方法。但首先得将各个业务部门视为“独立的公司”，并构建他们的利润表。我们向各业务部门分配了一定比例的母公司开支，并按照 35% 的所得税计税，再从财务报表中获取各业务部门折旧费用的估计值，就可以得出预测的息税折旧摊销前利润、息税前利润和净利润数字，并将这些数字作为应用现金流折现法和相对估值法的基础。参见表 18-5 对这一过程的概述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

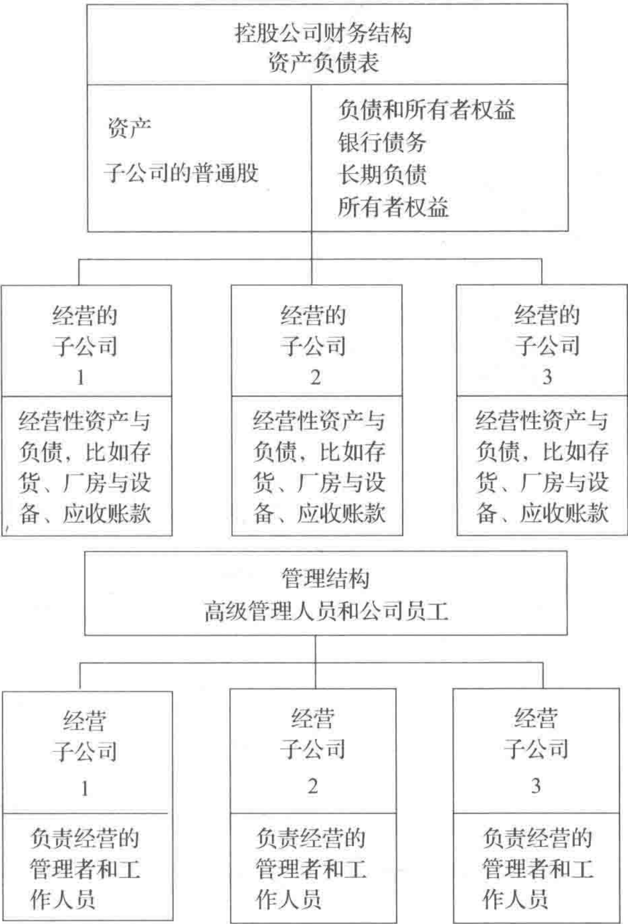


图 18-1 一家拥有 3 家子公司的控股公司财务和管理结构图

表 18-5 霍尼韦尔国际公司：截至 2008 年 12 月 31 日的部门净利润和息税折旧摊销前利润预测 （单位：百万美元）

	航空航天	自动化	特种材料	运输
经营利润	2 400	1 600	700	500
分摊开支费用	-70	-80	-30	-20
息税前利润（A）	2 330	1 520	670	480
部门利息费用	—	—	—	—
税前利润	2 330	1 520	670	480
预计所得税（使用 35% 的税率）	-820	-530	-220	-170
净利润	1 510	990	450	310
折旧费用（B）	320	360	120	110
息税折旧摊销前利润（A+B）	2 650	1 880	790	580

注：通过分摊母公司开支和所得税，可以得到业务部门的独立盈利情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务部门估值的其余过程便可遵循前文所述的现金流折现和相对价值法。由于缺乏完整的资产负债表和财务报表附注数据，部门估值更多地依赖于相对价值乘数，而不是传统的现金流预测。这项工作的简要记录如下。

价值（10亿美元）	部门
19.0~21.0	**航空航天**。航空航天供应商企业当时是按照7~8倍的“企业价值/息税折旧摊销前利润比率”在公开市场交易的，霍尼韦尔航空航天部门的业绩表现与可比公司相似，因此我对它使用了相同的比率范围
9.5~11.3	**自动化**。2009年年初，自动化行业对下行的资本周期十分敏感，收入前景看跌。类似的上市公司交易价格是“息税折旧摊销前利润”的5~6倍
6.3~6.3	**特种材料**。该业务部门向范围广泛的客户（包括许多有利可图的能源企业），销售高性能的化学产品和相关产品。作为处于市场细分中、中等规模的独立公司，它很可能成为收购目标。基于该部门出色的成长记录，我使用了8倍的“息税折旧摊销前利润”进行估值，高于可比上市公司
2.2~2.2	**运输**。由于该部门与汽车行业相关，2008年的经济衰退打压了其盈利展望。我使用了4倍的“企业价值/息税折旧摊销前利润乘数”
37.0~40.8	业务部门的企业价值总和

非经营性资产和负债

对霍尼韦尔公司的分析评估了那些实际产生收入和利润的业务部门资产（及负债）的价值，各部门都是独立的价值单元。对于370亿美元到410亿美元的总估值（见表18-5），还需要加上或者减去没有直接参与经营的外部资产和负债。

以我的经验来看，非经营性项目通常倾向于以控股公司为中心，且以财务目标为导向。有时候这些项目是房地产之类的有价值资产，但对于经营而言无足轻重。这种价值被称为隐藏价值（hidden value）。在2007年的一笔交易中，一家私募股权公司以7亿美元的对价收购了中央停车公司（Central Parking Corporation）。这家公司经营着遍及美国的3 000多个停车场，并且拥有其中许多停车场的房地产。这些房地产资产的升值并未体现在EBITDA的会计计算中，而买家则根据这些隐藏价值对收购价格做出了相应调整。

在霍尼韦尔公司的例子里，最大的非经营性项目是超额现金（15亿美元）和未清债务（91亿美元）。长期投资、保险追偿、养老金和其他可界定负债项的净额是20亿美元。未扣除所得税前（如果有的话）的“分拆价值”是37美元/股~42美元/股，略高于32美元/股的市场价格（见表18-6）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18-6 霍尼韦尔公司 2009 年 3 月的分部加总价值

（除了每股数据之外，单位为 10 亿美元）

	价值区间（10 亿美元）
航空航天	19.0 ~ 21.0
自动化	9.5 ~ 11.3
特种材料	6.3 ~ 6.3
运输	2.2 ~ 2.2
	37.0 ~ 40.8
加上	
公司超额现金	+1.5
减去	
公司债务	−9.1
其他项目，净额	−2.0
税前的部分加总价值	27.4 ~ 31.2
霍尼韦尔每股部分加总价值	37.00 ~ 42.00
相比纽交所上市的实际市场价格的溢价	16% ~ 31%

揭开分部加总法价值的面纱

可以通过三种途径实现分部加总价值：①公司被收购；②以现金方式出售特定部门套现；③向公司股权持有者分拆股权。大多数管理者都不会把公司被收购作为自己的首选，更多的是考虑后两个选项。正如前文所述，如果美国国税局裁定资产分拆可以免税，那这个选项显然是有利的。尽管管理层可以落袋为安，现金出售某个部门往往意味着母公司需要缴纳大笔所得税。有些公司的董事会则实施混合策略：由业务部门在进行资产分拆之前向母公司借款，随后这些部门向母公司支付企业内的现金股息作为偿还。在这种情况下，股东是通过比正常情况下更高的杠杆获得股权。

霍尼韦尔公司的例子中，分部加总每股价值比市场价格更高。带来的结果则是：激发了人们以“公司部门价值 × 假定折扣”的价格购买股票的动机。许多业内人士喜欢按照公司分拆价值的 70% ~ 80% 购入股票，这样既保留了上行空间的潜力，又最小化了下行风险的敞口。而更激进的投资家，比如卡尔·伊坎、马里奥·加贝利（Mario Gabelli）和为数众多的对冲基金，则会在这类公司中构建大量头寸，并向管理层施压，要求他们实现这种分拆价值，以便助推更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的股票价格。

小结

分析师通过计算企业各独立部门的价值总和来评估多元化企业的价值。由于可取得的部门经营信息有限，这类研究更多强调相对价值分析而非现金流折现。分部加总或分拆分析法，都是对本书所讨论的其他技术流很好的实证检验。追踪隐藏价值和分部加总价值贴水，则是业内人士的一项共同嗜好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第19章

投资建议

第19章通过案例研究介绍了在实际环境中如何对公司使用四种估值方法。本章最后会给出投资建议。

在第12～18章介绍了权益估值的4种主要分析方法。

（1）内在价值法（折现现金流）：一家公司的价值等于它未来股利的净现值。

（2）相对价值法（或可比公司）：与同类公司做比较来判定一家公司的价值。

（3）收购价值法：确定它对于收购人，如另一家公司、杠杆收购方或清算人的价格，以此来算一家公司的股价，再打25%的折扣，作为被动少数股东投资的参考价。

（4）分部加总法：通过对多元化企业进行部门划分、分别估值的方法来对其估值，总价值即是其各个部门的总和。

在商业估值里，分析师关键是要使用多种估值方法。

在本章我将对鲁迪克公司（Ruddick Corporation）运用所有的估值方法。鲁迪克公司成就显赫，拥有两个事业部：Harris Teeter 和 American & Efird。

- Harris Teeter 在美国南部经营多家零售连锁店，在北卡罗来纳州的市场占有率最高。截至2008年9月30日的12个月，其销售额和营业利润分别是37亿美元和1.78亿美元。
- American & Efird（A&E）生产工业用缝纫线，供各家服装、汽车、家具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和鞋类制造商使用。A&E 是美国工业用线市场上最大的生产厂商，市场份额达到35%，而且在国际市场上也占有一定水平。作为一家周期性企业，A&E 在截至 2008 年 9 月 30 日的 12 个月内的销售额和营业利润分别是 3.28 亿美元和 200 万美元。

鲁迪克公司的两个营业部门并没有任何共通之处，所以这家公司是一个很好的按部门分解对象。此外，鲁迪克公司盈利性的历史记录、技术含量低的行业特征以及稳健的资产负债表，使得它成为一个潜在的杠杆收购对象。总而言之，这家公司是一个很好的案例，可以运用前面各个章节讨论的所有估值方法。表 19-1 列示的是公司 2008 年 12 月的财务和市场数据。

表 19-1 鲁迪克公司——财务和市场信息摘要

（单位：百万美元，每股盈利和百分比数据除外）

利润表	截至 9 月 30 日财年			10 年期复合增长率（%）
	2006	2007	2008	
净销售额				
Harris Teeter	2 922	3 300	3 665	5
American & Efird	343	340	328	-1
总净销售额	3 265	3 640	3 993	4
营业利润				
Harris Titter	128	154	178	12
American & Efird	2	1	2	-27
公司	-6	-7	-6	
总营业利润	124	148	174	
息税前利润	213	249	288	2
净利润	72	81	97	8
每股盈余	1.52	1.68	2.00	7
资产负债表	**截至 2008 年 9 月 30 日**			
现金	174			
固定资产	967			
总资产	1 696			
总负债	332			
股东权益	824			
市场数据	**截至 2008 年 12 月 19 日**			
鲁迪克公司股价	27			
市盈率	13.5			
市净率	1.6			
企业价值/EBIT	5.1			
股息收益率	1.8			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自上而下分析过程摘要

一份恰当的自上而下分析报告经常是二三十页的分量，为了便于说明，我这里只列举几项：①分析报告的结论；②进行财务预测的前提假设。

宏观经济

美国经济从 2008 年开始出现衰退，加上次贷危机从中作乱，经济活动更是雪上加霜。预测分析师认为直到 2010 年才会有所回升。与此相应，Harris Teeter 和 A&E 的经营性净利润在 2009 年会下降，直到 2011 年触底反弹。

资本市场

预测股市和债市走势是有风险的。在本案例中，与公司盈余的增长和市盈率的轻微下降相对应，我们假设股票价格直到 2009 年都不会上升。

行业分析

超级市场行业

从产业生命周期的角度看，零售连锁店行业是成熟型行业。从商业周期的角度看，它属于防御型行业。超市行业低技术含量的特点说明不会有什么飞速的变化，而对食品的基本需要又保证了对行业产品的持续需求。东南部地区该行业增长的主要威胁是沃尔玛的进入，这也是顺理成章的事。零售业在该地区的增长率高于其他地区，反映了人口增长高于平均增速。预计的销售额增长率因此会高于名义 GNP 的增速（实际增长率 + 通货膨胀率 = 名义增长率），每年高出 2%，利润率在 2009 年会下降，2011 年会回升。

工业用线行业

由于 A&E 在工业用线行业占领了大量的市场份额，它自己就是整个行业最好的近似替代。从公司生命周期模型来看，工业用线行业的境外竞争在逐渐衰退；另外，从产业周期模型来看，该行业是周期型行业。该行业低技术含量的特点以及该行业客户对象的分散化特点表明在中长期内该行业不会出现重大发展。销售额的增长将会低于名义 GNP 增速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司

1. Harris Teeter

Harris Teeter 在业务核心的北卡罗来纳州市场上有统治地位，并逐步向邻近地区拓展业务，除了品牌认知度以外，Harris Teeter 公司的差异化策略的一个主要特色在于它为了提高竞争力而树立的高端形象。为了树立这一形象，公司在新鲜食品方面下了功夫，例如农产品、熟食、海鲜、烧烤食品及肉类。这方面的资本性支出会很大，因为要投资于各种设备的翻修改进及扩展等。

2. American & Efird

在细分市场上占有统治地位，面对外国低成本竞争者的挑战。但随着销售额增速开始趋于平缓，利润率也开始下降。

历史财务分析

鲁迪克公司是个理想的财务历史分析对象——2001 ~ 2002 年是例外，销售额、净利润在过去几年都是向上增长的。大部分增速是来自内生性的，而不是靠外部并购。各家连锁店的销售额增长率均超过通胀率。在过去的 10 年中，Harris Teeter 和 A&E 的利润率都被认为是持续稳定的典范，年度之间只有轻微的变化。

管理层也没有使用财务游戏来提高每股盈余的业绩。在这段时间内，杠杆率下降，流通在外股份保持稳定。

按照今天的会计标准，公司的会计报表非常浅显易懂。与许多上市公司不同，鲁迪克公司在过去的 10 年中没有发生过什么巨额减记。资产负债表非常干净，没有隐藏负债项的迹象。其他类资产主要包括未开发的房地产（新建设的门店）和整个生命周期终身寿险的退保金额[1]。

财务预测

根据第 11 章提到的，有 3 种财务预测方法。

（1）时间序列法。这种方法认为未来与过去的情况是类似的，适用于一些基础行业，如食品业、酿酒业和电力行业。

---

[1] 退保金额又叫“解约余额”，是指中途退出保险时，保险公司付给被保险人的保险金额。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）因果分析法。因果分析法通过在公司销售额与特定的外部变量（如住房首期付款或者利率等）之间建立联系的方法来进行预测。例如，超级市场的销售额就是人口增长的因变量。

（3）定性预测法。定性预测法（qualitative projection techniques）适用于新兴行业，这类公司没有什么以往的历史可遵循。预测人员只能利用专家意见、市场研究和历史类推来作为预测工具，高科技公司就经常利用定性预测法。

鲁迪克公司的预测假设主要基于时间序列法。在制订 Harris Teeter 部门的新设分店计划方面，因果分析法可以起到辅助作用。

核心预测假设

1. Harris Teeter

考虑到美国东南部的经济发达，而该部门物色新店地址的能力又出类拔萃，所以长期来看名义销售额的增长率将高出 7% 的 GDP 名义增速 3 个百分点。Hannaford Bros、Food Lion、沃尔玛几个大商家将继续与 Harris Teeter 争夺市场，激烈竞争将阻碍利润率的上升。流动资本和资本性支出需要视销售盈利而定。最初几年的预测要视美国经济的衰退情况而定。

2. American & Efird

该部门的衰退趋势将会以适中的速度持续，盈亏平衡结果保持不变。

3. 公司整体财务状况

在预测期内，以销售额百分比计算的公司管理费用将会下降。管理层在经济萧条期先削减资本性支出，直到 2011 年恢复至前期水平。股票分红率在头两年里先维持不动，而后上升。

表 19-2 列示的是财务状况预测摘要。

表 19-2 鲁迪克公司——预测的财务数据摘要

（单位：百万美元，每股数据除外）

利润表	财务年度（截至9月30日）					
	实际值	预测值				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
净销售额		**衰退**	**衰退**			
Harris Teeter	3 665	3 550	3 650	3 870	4 140	4 430
American & Efird	328	300	290	280	270	270
	3 993	3 850	3 940	4 150	4 410	4 700

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

利润表	财务年度（截至9月30日）					
	实际值	预测值				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业利润						
Harris Teeter	178	148	167	180	196	213
American & Efird	2	-2	-1	—	—	—
公司	-6	-6	-6	-7	—	2
	174	140	160	173	196	215
息税前利润	288	254	272	288	315	336
净利润	97	80	91	96	108	118
每股盈余	2.00	1.65	1.89	1.97	2.20	2.40
现金股利	0.48	0.48	0.48	0.52	0.56	0.60
资产负债表						
现金	174	142	138	151	160	166
固定资产	967	951	947	983	1 077	1 168
总资产	1 696	1 640	1 653	1 714	1 825	1 939
总负债	322	290	254	266	324	387
股东权益	824	768	835	908	991	1 080

折现现金流法估值

现金流量贴现法（DCF）估值过程中的几个关键要点是：①现金红利预测值；②贴现率；③终值。表19-2中包括了红利发放的预测。在贴现率的计算中，我们使用了资本资产定价模型（CAPM模型）。鲁迪克公司的beta值是0.9，10年期的美国国债收益率是4%，以及11%的市场预期收益率。参见表19-3。

第3个变量（终值）则存在争议，随着时间段的放宽，对每股盈利和P/E倍数预测的精确程度就会下降，而我们的红利贴现模型需要对买入股票以后5年的时间，即2013年的终值进行预测。在鲁迪克公司案例中，多数分析师会使用历史上超市行业整体市盈率倍数的平均值与公司2013年的每股盈余相结合的做法。有的分析师可能考虑采用积层法，通过确定Harris Teeter和A&E公司2002年的价值来得出终值。还有一小部分人会采用永续增长的红利折现模型（constant growth dividend discount model，DDM）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 19-3 决定鲁迪克公司贴现率的两种方法（2008 年 12 月）

资本资产定价模型		
鲁迪克公司股利贴现率	$=k=$	国债利率 + Beta ×（市场预期收益率 - 国债利率） =4% +0.9 × (11% -4%) =10.3%
股票回报率积层法	**取整**	
无风险利率[1]	4.00	
+ 股票风险溢价[2]	+7.10	
+ 行业溢价[3]	-1.00	
+ 规模溢价[4]	+0.70	
+ 公司溢价[5]	+0.00	
预测的贴现率	10.80	

① 10 年期国债。
② 投资于股票而非债券的溢价。
③ 超市行业比股票市场风险更低、收益率更低，溢价是负值。工业用线行业则风险更高。
④ 公司属中等规模，要求更高的回报率。
⑤ 无特殊风险项。

表 19-4 终值的计算——鲁迪克公司的估值结果

市盈率乘数法	稳定增长红利折现模型
2013 年的每股盈余 = 1.73 美元	2014 年红利 = 0.64 美元
预测的 2013 年市盈率 = 15 倍	稳定增长率 = 7.5%
	贴现率 = 10.5%
2013 年终值 = 市盈率 × 每股盈余 = 15 × 2.40 = 36（美元）	2013 年的终值 $=\frac{D_{2014}}{k-g}$ $=\frac{0.64}{10.5\%-7.5\%}$ = 21.33（美元）

注：我推荐同时采用两种终值的计算方法。在全面的评估过程中，分析师要用 EBIT 乘数和 EBITDA 乘数作为市盈率倍数法的补充。

表 19-4 列示了市盈率乘数法和 DDM 法得出的终值（分解分析估值法本章后面再做讨论）。注意二者得出的终值分别是 36 美元和 21 美元。

取得终值以后，现金流量贴现法剩下的步骤就是将各变量值代入两阶段红利折现模型，就像我们在第 13、14 章中讨论的一样。接下来的计算使用了这些数据。

如果我使用表 19-4 中稳定增长红利折现模型算得的 36 美元作为终值，公式计算结果就是鲁迪克公司股票价值为 23.80 美元。

如图 19-1 所示，鲁迪克公司的股价在本书写作时是 27 美元，高于按照现金流量折现法计算出的 23.80 美元的股价 13%。但是，单凭这个计算价值本身不能做出投资决策，因为没有超过 15% 的安全边际范围。根据我的经验，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不采取投资行为的决定，在90%的估值过程中都会出现。理性的人们在金融市场上都做着类似的分析工作，使得大多数股票的定价都趋于合理。我们接下来考虑使用相对估值法！

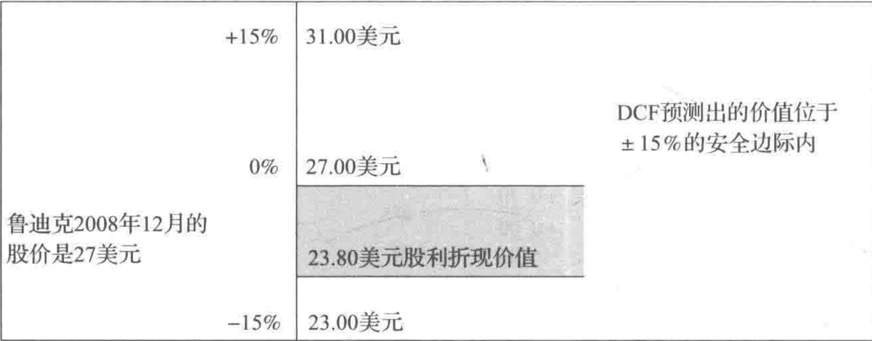


图 19-1 鲁迪克公司的股价

相对价值法/分部加总估值法

由于鲁迪克公司两个部门的性质差异，所以相对估值法有必要采取分部加总法，因为每个部门通过对照"可比"公司的乘数分别进行估值。在这些价值基础之上，我们加上非经营性的公司资产，减去非经营性的公司负债。得出的净值再除以流通在外的股数，如同第18章中描述的那样。

对 Harris Teeter 使用相对估值法

对 Harris Teeter 公司进行估值，我首先准备好表19-5，上面列示了公开上市的超市连锁业股票的估值乘数。整个行业的EV/EBITDA比率是5.9。通过对各家连锁店的前景和整个行业的可比分析，我认为 Harris Teeter 应该得到高于平均水平的 EV/EBITDA 乘数。Harris Teeter 适用的公司价值/息税前利润乘数（EV/EBITDA）是6.3，得到16.95亿美元的价值。

表 19-5 各地区性超级市场的对比

公司	Beta 值	年销销售额（10亿美元）	年复合增长率（%）	EV/EBITDA	债务/权益
A&P	0.7	8.6	-2	5.6	2.4
Arden Group	0.9	0.5	5	6.9	0.1
Ingles Market	0.8	3.2	7	5.7	2.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司	Beta 值	年销销售额（10 亿美元）	年复合增长率（%）	EV/EBITDA	债务/权益
Village Supermarkets	0.9	1.2	6	6.0	0.3
Weis Markets	0.6	2.3	2	6.6	0.0
Winn Dixie	0.8	7.3	-6	5.9	0.0
平均值	0.8	2.8	4	5.9	0.2

公司	主要经营地域
A&P	东北
Arden Group	加利福尼亚
Ingles Markets	东南
Village Supermarkets	新泽西
Weis Markets	亚特兰大中部
Winn-Dixie	东南

注：我们使用这些比较来评估鲁迪克公司中 Harris-Teeter 超级市场部门的价值，该部门的长期增长率纪录和广阔的前景表明估值应当有一定的溢价。

American & Efird 的相对估值法

对于 A&E 部门来说不存在可以直接比较的公司，不过纺织制造公司与它在许多方面有类似之处，在本书写作的时候，纺织业的平均 EV/EBITA 乘数是 4～5 倍。由于 A&E 的增长率开始下降，它应该得到更低的乘数；但是整个部门的表现不佳说明 EBITDA 比率可能会低估这个业务。因此，本分析还要考虑可比公司的 EV 中值/收入，以及股票市场价值/账面值的比率，这两个比率通常适用于困境公司。最终结果是估值为 1 亿美元，参见表 19-6。

表 19-6 A&E 在 2008 年 12 月的估值

度量指标	2008 年部门业绩（百万美元）	相应的倍数①	相应的上市公司价值（取整后）（百万美元）
EBITDA	20	3.5	70
收入	328	0.3	100
账面价值	195	0.5	100
		平均值	100

① 由于该部门的业绩较差，A&E 的相对价值倍数低于可比公司的均值。

公司的资产与负债

鲁迪克公司两个部门价值总计 18 亿美元（即 16.95 亿美元加上 1 亿美元）。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个价值基础上，我加上两项非经营性的公司资产——现金和投资，然后扣除未清偿的公司债务、应计利息、未覆盖的退休金债务和少数股东权益。分部加总法估计出的价值是 15.08 亿美元，如表 19-7 所示。这样算出的每股价值是 31.10 美元，比 27 美元的市价高出 15%。我们的估计值没有超出 15% 的安全边际范围，表示不采取投资行动。

表 19-7 鲁迪克公司——分解分析和相对价值法，1997 年 3 月
（单位：百万美元，除了每股数值外）

	估值
相对价值	
Harris Teeter	1 695
American & Efird	100
小计	1 795
加上：	
公司库存现金	+174
减去：	
公司债务	-332
未覆盖的退休金债务	-44
其他	-95
分部加总法得出的价值	1 508
每股价值	31.10

注：分部加总法得出的 31.10 美元价值比 27 美元的每股市价高出了 15%。

收购价值

到目前为止，我们已经说明了如何利用现金流量贴现法、相对价值法和分解分析法来为股票定价，接下来谈一谈收购定价法。为了确定鲁迪克公司在并购市场上的价值，我考虑了两种方法：①同类公司收购价值乘数法；②公司的杠杆收购价值法。

由于 Harris Teeter 和 American & Efird 性质迥异，我便采用“同类公司收购价值乘数”分别计算两个部门的价值。表 19-8 列示了超市连锁业的收购价格。

表 19-8 鲁迪克公司按并购市场价值的估值倍数（2008 年 12 月）

行业	收购次数	日期	EV/EBITDA 乘数的中值	20% 调整
超市行业	4	2007 年 7 月至 2008 年 5 月	9.0	7.2
纺织和服饰行业	3	2007 年 11 月至 2008 年 6 月	6.8	5.4①

① 向下调整反映了股权市场 2008 年 7～12 月的暴跌。

考虑到几例零售业收购交易中发生的巨额摊销费，EBITDA 是最合适的估值乘数，而不是盈利。EBITDA 乘数的中位数分别是 9.0 和 6.8 倍，参见表 19-8。所有交易都是在 2008 年 8 月股市大跌之前发生的，但是我们的评估日期是几个月之后。为了反映这一事实，我们要把乘数减去 20% 以反映 2008 年 12 月更低的并购价格。给 Harris Teeter 的估值是 19.37 亿美元，基于此数值得出的部门“私募市场”价值比按照“同类公司”的评估值（16.95 亿美元）要高。这是由于原先的控制权溢价已经反映到收购价值中去了。计算过程如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\text{Harris Teeter 的私募市场价值} = (\text{部门的营业收入} + \text{部门的折旧、摊销} - \text{分摊的公司运营成本}) \times \frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}}$$
$$= (178 + 96 - 5) \times 7.2$$
$$= 1\,937(\text{百万美元})$$

对 A&E 部门采取同样的评估方法，得出4.28亿美元的部门私募价值。

鲁迪克公司的股票至少应该以并购市场价值75%的价格出售，也就是说价格至少应是25.50美元/股，如表19-9所示。这个估计价格比实际的市场价格低6%，意味着不应采取投资行动。

表19-9 鲁迪克公司——并购市场价值法，2008年12月
（单位：百万美元，每股数值除外）

	估值
私募股权市场价值×75%	
Harris Teeter（1 937×75%）	1 453
American & Efird（108×75%）	81
小计	1 534
加上：	
公司现金及投资	+174
减去：	
公司债务	-332
未覆盖的退休金债务	-44
管理层的期权	-95
私募市场法得出的净值	1 237
每股价值	25.50

杠杆收购法

为了估算出鲁迪克公司股票对于杠杆收购公司的价值，我们按照第17章中介绍的步骤进行计算。

步骤1：近似估算公司对债务利息的最大承受能力

2008年12月，杠杆收购市场处于冰封期，只有少数几单并购完成。在当时这种环境下，杠杆收购的贷款人愿意接受1.5倍的预计EBIT利息偿付比率，有时候也要根据市场环境和希望达成交易的程度。鲁迪克公司每年最多可承担1 160万美元的利息。

$$\text{LBO(杠杆收购)利息承担能力} = \text{EBIT}/1.5$$
$$= \frac{174}{1.5} = 116(\text{百万美元})$$

步骤2：估计杠杆收购的债务承受能力

典型的杠杆收购交易，其债务由银行和垃圾债券投资者平均负担。作为优先级贷款人（senior lender），银行收取的利息在期限类似的美债利率基础上加1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个百分点。作为次级贷款人（subordinated lender），垃圾债券持有者承担的风险更大。他们收取的利息是在美国国债基础上加 2.5 个百分点，有时候还要求一小部分的股权。因此平均的收益利差是 2.0%，即 1.5% 加上 2.5% 然后除以 2。

2008 年 12 月，10 年国债收益率是 4%，假定有 4% 的利差，那么杠杆收购的成本是 8%（即 4% +4%）。用这个数去除 1.16 亿美元的债务利息承担能力，就得到 14.50 亿美元的债务承担能力（debt capacity）。

$$\text{LBO 债券承受能力} = \frac{\text{LBO 利息承担能力}}{\text{LBO 利率}} = \frac{116}{8\%} = 1\,450(\text{百万美元})$$

步骤 3：计算出杠杆收购中的企业价值

一般而言，除非收购发起方投资了相当于收购价格至少 20% 的资金作为资本权益，否则银行将拒绝贷款。在 2008 年的时候，这一比例达到了 30%。假设这笔收购交易运用 70/30 的债务 - 权益比率，算出鲁迪克公司的企业价值为 20.70 亿美元。过程如表 19-10 所示。

表 19-10 鲁迪克公司的杠杆收购企业价值

	百万美元	百分比（%）
杠杆收购债务	1 450	70
权益	620	30
企业价值	2 070	100

步骤 4：计算出杠杆收购的每股股价

在实际的杠杆收购交易中，鲁迪克公司的长期债务将由收购发起方承担或偿付，公司现金将计入收购价格之中。得到的净值就是鲁迪克公司的杠杆收购权益价值（LBO equity value），它除以流通股份数量，就得出杠杆收购的每股价格。按照这种思路得出的鲁迪克公司杠杆收购股价是 36.50 美元/股（见表 19-11）。

表 19-11 鲁迪克公司每股的杠杆收购价值

企业价值	2 070
减去：未清偿债务	-471
加上：现金及投资	+174
调整后的企业价值	1 773
除以流通在外的股票数	÷48.5
杠杆收购法的每股价值	36.50

步骤 5：将杠杆收购价值与市场价格进行比较

沃伦·巴菲特和其他价值投资者认为，如果一只股票的市场价格低于其杠杆收购价值的 75%，这只股票就是“廉价的”。由于鲁迪克公司的股价在本书写作时是 27 美元，大致相当于按杠杆收购价格（36.50 美元）标准计算出的 27.38 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元（即 75% ×36.50 美元），因此根据杠杆收购价格不推荐任何投资行为。

在股票收购市场上，大多数收购对象的股价都很高，使得杠杆收购发起方在资金上捉襟见肘。为了达成交易，他们①自身承担更高比重的权益投资，比如相当于收购价格的 25% ~30% （而非 20%）；②假设收购成功后能通过节约成本，将 EBIT 立即提高 3% ~5%；③请求贷款人放宽利息偿付比率的限制（可能从 1.4 倍降到 1.2 倍），或者建议贷款人使用未来年度的 EBIT 而非以前年度的 EBIT 进行计算。通过以上 3 种修正办法，我将鲁迪克公司的理论杠杆收购价值从每股 36.5 美元提高到 41 美元（提高了 12%）。使用 75% 的比例修正，得出 30.75 美元的交易价格标准，代替之前的 27.38 美元。因此，鲁迪克公司的股票越来越靠近推荐买入的价格。

投资推荐意见和结论

在本章里，我们使用四种基本方法对鲁迪克公司的股票进行估值，评估结果列示在表 19-12 中。

表 19-12 鲁迪克公司用 4 种估值方法得出的结果

方法	估计的每股价值（美元）	推荐的投资行为
1. 内在价值法：一家企业的价值等于其红利的净现值	23.80	内含价值处于 15% 的安全边际范围内。不采取任何行动
2. 相对价值法：通过与类似公司价值的比较确定公司的价值	31.10	由于公司两个部门的性质不同，我们在将公司“分解”的同时使用相对价值法。分部加总价值处于安全边际范围内。不采取任何行动
3. 收购价值法：一家公开上市公司的股票价格应该超过私募股权市场价值的 75%	25.50（可比收购交易） 27.38 （LBO） 30.75（修正 LBO）	在 15 美元的市场价格下，同类公司和修正的杠杆收购价值都处于安全边际范围内。由于 15 美元的市场价格超过了 11.17 美元的杠杆收购价值，表明该股票并不适宜作为潜在的杠杆收购对象，不采取任何行动
4. 分部加总分析法：一家多元化经营的企业价值应等于其各部门价值的总和	31.10	相对价值法与分解分析的结合。不采取任何行动

总而言之，公司的实际股价与分析师得出的估值结果十分接近，由于估值结果处于 15% 的安全边际内，所以分析得出的推荐意见是既不买也不卖。鲁迪克公司的预期投资收益与同类证券的收益率是相一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然并没有做出买卖股票的投资决策，但是我们的工夫也没有白费。从业者可以将此保存下来供日后股价发生变动时作为参照；或者他可以提供给固定收益部的同事（如果有的话），固定收益的同事可以用这个报告为鲁迪克公司的债券或信用违约互换（credit default swaps）进行定价。

在某些特定的商业应用领域，例如商业评估，更需要一个确定的数字而非数字范围。这样从业者可能需要依据他认为每种方法在特定状况下的可信程度，为每种方法赋上权重。在鲁迪克的案例中，并购法由于缺少近期的收购兼并案例和杠杆收购的案例，与其他几种方法比较起来显得更弱一些，因此我们可以赋予较低的权重。参见表 19-13，显示加权平均的价值为 28.59 美元。

表 19-13　鲁迪克公司，几种估值方法的权重

方法	估算的每股价值（美元）	百分比权重（%）
1. 内在价值法：业务价值应等于其每股分红的净现值	23.80	30
2. 相对价值法：通过与相似公司进行比较，决定公司的价值	31.10	60
3. 收购兼并法：上市公司的股价应超过其私募股权市场价值的 75%	25.50（可比收购交易） 26.63（LBO） 30.75（修正 LBO）	10
4. 分部加总分析：一家多元化企业的价值等于其每个部门的综合	31.10	包含在相对价值法中
加权平均	28.59	100

小结

按照本书的方法，90% 的证券分析都会得出“不推荐投资行动”的结论。这个结果反映了市场在信息处理方面的效率，以及分析师遵循相类似的估值方法这一趋势。就本章的这个具体案例而言，我的结论并不意味着鲁迪克公司是只劣质股票，而是表明持股人预期不能获取超额回报，无论是从绝对还是相对的角度看，那些希望寻求超额回报的投资者，对鲁迪克公司的分析结果都会建议他们将目光投向别处。

由于勤奋的研究工作而发现价值超过或低于交易价格的安全边际时，我强烈建议大家再次检查每种方法涉及的核心假设和应用。如果他们通过了合理性的检验，那表明研究的目标股票可能处于强烈的乐观或悲观情绪中。在这种情况下，例如买入、卖出或卖空的投资建议就比较合适。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

特殊情况

在学校象牙塔的环境里，公司估值模型都是典型的工业制造商或服务类企业，收入和净利润业绩逐年攀升。但是大多数公开上市的公司并不适合用此类模型。本书第四部分介绍了如下特殊情形。

第 20 章　私募股权投资
第 21 章　自然资源类公司
第 22 章　金融行业个股
第 23 章　保险公司
第 24 章　高度投机性股票
第 25 章　问题证券与转折期公司
第 26 章　国际股票
第 27 章　新兴市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 20 章

私募股权投资

私募股权投资行业有成千上万的从业人员，该行业对潜在投资目标的评估方式与证券分析类似。

我的职业生涯经历遍及了多个国家、不同行业、数十亿美元的几十桩私募股权投资交易。除了以投资银行家的身份促成这类交易之外，我自己也曾经被一家大型机构聘请为高管并实际操作过多笔投资。因而，我向大家保证：私募股权买方可不是依赖于什么“秘密配方”进行投资，相反，他们也一样运用本书中列举的决策制定流程做出投资决策；当然，其中有少数例外情况。

私募股权基金主要投资于私有企业，而不是公开上市的公司。私募股权基金使用的估值流程与本书前面章节讨论的对上市公司普通股的估值方法类似。然而，这类投资中有限的流动性和以定制为主导的特征（custom-designed control features），需要对上市公司估值方法做出修改再加以使用。

我们研究 PE 基金的时候，最重要的是：理解不同类型的投资基金分别是如何运作的，他们的管理层是如何获得报酬的，以及这些基金追求的目标是什么。这些基金的管理层获得了极高的报酬，而且，他们的“收益分成”（carried interest）还能获得税收补贴。仔细研究私募投资行业，就会发现他们为客户或整体经济提供的效益（无论是什么效益），都与专注于上市公司股票的资产经理所提供的差异甚微，甚至往往低于后者所提供的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业细分和规模大小

PE 行业有四大业务主线：①对冲基金，②杠杆收购基金，③风险投资基金，④夹层及其他基金。

（1）对冲基金主要投资于公开上市的公司证券（或其衍生品），或主权国政府的证券和货币。随着业务拓展，许多对冲基金逐渐走向多元化并开始参与对私有企业的投资。在这个新资产类别中的资金配置，使对冲基金成为私募股权领域的大型玩家。

（2）杠杆收购基金通过自有资金（通常是权益资本）和来自银行与其他贷款方的大量借贷资金的组合，收购那些已盈利的成熟企业。

（3）风险投资基金往往投资于那些研发出新技术或商业概念的年轻的、未经检验的企业。

（4）夹层基金是向那些高杠杆企业和高风险的中型企业借出资金，这些企业已经经过了初创阶段。参与这个行业业务主线的其他基金包括各类专业团体，比如房地产基金和不良债券。

所管理的资金总量逾 1 万亿美元

2009 年，据公开获取的数据库信息和业内人士的估计，美国的私募股权投资业所管理的资金总量约为 1.6 万亿美元，而就在 2008 年市场崩盘时，还有大量客户从对冲基金中撤资。表 20-1 展示了截至 2009 年 12 月的资金量估计。

表 20-1　美国的私募股权基金所管理的资金

对冲基金（10 亿美元）	800
杠杆收购基金（10 亿美元）	500
风险投资基金（10 亿美元）	140
夹层及其他基金（10 亿美元）	160
总量（万亿美元）	1.6

注：由于该行业采用了杠杆，私募股权投资业所控制的资产量实际高于 1.6 万亿美元的资金量。上表的统计未包括总部不在美国的基金（总量约有 4 000 亿美元）。

资料来源：Venture Expert (Thomson Financial), Private Equity Analyst, Preqin (formerly Private Equity Intelligence), and Hedgefund. net databases. *Institutional Investor*, *Absolute Return*, *Financial Times*, and Dow Jones have published articles on these facts.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权基金投资者

私募股权基金的投资者是机构与富裕的个人。机构的范围包括：公司和政府养老基金、保险公司、银行、大学捐赠基金、基金会和主权财富基金。小型PE基金的最低承诺投资额为100万美元，较大基金的则高达2.5亿美元。

费用结构

PE基金（代表机构或个人投资者对外投资大量资金）通常按照一种被称为“2/20”的结构收取费用。客户每年向基金支付相当于承诺投资金额2%的费用作为年费，此外还要支付被称为“收益分成”的激励费用，相当于基金的回报率超过某一固定回报率（例如每年8%）以上部分的20%，这个固定利率被称为“最低回报率”（hurdle rate）。2%的年费在几十年前就设计出来了，当时的公司规模小得多，收取这个费用是为了覆盖微薄的工资和基金管理人的管理成本。现如今，10亿美元的PE基金都成了常态，少数的高管甚至无论基金是否跑赢了大市，每年都能收到2 000万美元（2%乘以10亿美元）的年费。因此，典型的基金管理人（正如这个行业的公关部门所描述的）往往不是企业家，而是那些谨小慎危、收入不菲的商业人士。事实上，成熟投资者如今主要担忧的问题之一，就是基金管理人更关心他们自己能收取多少年费，而不是客户收益最大化。

正如公司的股票期权一样，收益分成的未来价值是无法保证的，但管理人的潜在收益是巨大的。由于通货膨胀的影响和企业利润会不断提高的长期趋势，一个精挑细选的企业投资组合的价值应该也会逐年提高，如果不发生像2008年那种大规模股市崩盘的话。即使每年只取得少量的回报（例如每年12%），计算出来的20%收益分成也能使10亿美元基金的高管们成为巨富了。

向客户收取的其他费用

基金管理人收取的费用可不止2%和20%。管理人，特别是杠杆收购基金，还会就旗下管理的投资组合每年向客户收取监管费、交易成交费、融资费和交易出售费，所有这些费用都会降低客户的收益。这些基金管理人从他们客户那里成功榨取费用的本领比起他们所取得的惨淡历史回报，真是卓越。收取的费用总额会将投资人的内部收益率每年降低4~6个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权基金并没有跑赢标普500指数

尽管私募股权投资的业绩被吹得天花乱坠，可大多数客户并没有获得丰厚的回报。大量学术研究得出的结论表明，私募股权投资的平均回报没有跑赢采用被动策略购买标普500指数的基金。收费过高是造成这种结果的原因之一。一些投资人试图通过谈判降低收费以避免这个问题，另一些投资人则将他们的资金集中投向过往业绩处于行业前25%的基金，这些基金表现出明显的卓越回报。然而有研究表明，处于前25%的基金仅有四成概率在后续的投资中能复制这种业绩；这说明这种投资回报是随机的，而不是出于什么与生俱来的投资技能。私募股权行业从未驳斥过这类研究。不幸的是，财经媒体在很大程度上忽视了这些研究结果，而行业会议也很少会邀请学者参加。

私募股权基金和信息的收集

和机构的股票经理一样，PE 基金也会撰写研究报告，勾勒出潜在投资行业和公司的前景，然而，私募股权基金报告中的信息质量通常比上市公司股票经理报告的质量要好。造成这种差异的原因包括以下几个。

- **有更充裕的资金来进行研究。**不像那些在数十家（甚至数百家）上市公司股票中建仓的基金，PE 基金投资组合集中于10～15家企业。对每个相关企业的投资规模是巨大的，10亿美元的基金中，有5000万到1.5亿美元可投向给定企业。所以在研究每个潜在投资目标时，自然需要格外小心。据海外私人投资公司（Overseas Private Investment Corporation）的私募股权总监比尔·皮尔斯（Bill Pearce）所说，投资于上市公司股票的基金可能会在一只新的证券上花费5万美元做研究，而 PE 基金的类似支出可以轻松达到50万美元甚至更多。有了额外的资金，PE 基金负担得起聘请业内专家、独立会计师、公司律师和其他顾问来协助他们研究可能投资的企业。
- **有更好的途径接触管理层和内幕信息。**由于投资资金的规模更大，比起买方或卖方分析师，PE 基金更容易接触到上市公司的管理层。此外，PE 基金及其顾问有途径接触到公司内部账簿和业绩记录，使他们能更深入地研究促成企业成功的那些特质。即便是 PE 公司买入上市公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票（例如，私募股权投资于上市公司，或称为 PIPE），基金还是能因为事先签署了保密协议而获得内部信息。

- 业绩预测。尽管监管和法律允许上市公司向市场披露详细的业绩预测，他们却很少这么做。因为正如我们前文提到的，上市公司的高管担心如果没有实现这些业绩预测会被投资人起诉。在私募股权基金领域，投资人的投资行为被认为是出于成年人的自愿，并且基金管理人会告诉这些投资人，基金提供的保密的业绩预测不一定会实现。

类似的会计信息

大多数能够获得私募股权基金投资的企业都已经足够大，并且有经过审计的财务报表。如果没有的话，PE 投资人会在资金出手之前先对财务数据做出审计，并且要求后续的财务报表也要经过审计。投资完成之后，股东会降低企业所有者之前领取的丰厚薪水和设置的额外条件。因此，聚焦于 EBITDA 和净利润乘数的估值讨论小组会排除这类项目的影响，围绕着企业真实的盈利能力展开讨论（见表 20-2）。

表 20-2 计算过程：对民营企业真实的盈利能力的估计

（单位：百万美元）

报告的税前利润	10.0
加回：	
企业所有者报酬中的超额部分①	2.0
由公司支付的个人费用中的超额部分②	1.0
企业对不工作的亲属支付的工资③	1.0
估计的税前利润	14.0

①在 C 类企业中，企业所有者报酬中超额部分的本质是一种免税的现金股息。
②昂贵的汽车、假期旅行、公司提供的度假公寓等。
③有的企业所有者会安排不工作的妻子或其他亲戚领取工资，实际是变相的①中的内容。

私募股权基金对上市公司的估值方法做出修改

PE 基金完成了对潜在目标的调研报告之后，就会应用对上市公司估值的方法进行估值，其中有一些调整之处，具体如下所示。

- 现金流量折现：未公开上市企业没有能用于 CAPM 公式的贝塔系数。因而，私募股权基金用一系列可比上市公司的 beta 均值（或中位数）作为替代。另外，基金会运用权益积层法计算出折现率。在杠杆收购中，基金会调整计算出的折现率以反应更高的杠杆率。表 20-3 显示了 LBO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折现率的计算过程。当折现率确定了之后，计算终值的过程遵循前面第13章所述的过程。

- 相对值。PE 基金还会从中扣除一些费用，这些费用是因为被估值企业非上市公司而产生的。表 20-2 对这一过程做出说明。
- 收购兼并。分析师会先对估值目标的并购乘数做出如表 20-2 所示的调整。在分析工作的最后，PE 基金计算出潜在投资目标的价值，当然，非上市公司的价格可以用来作为比较或提供估值的安全边际。

表 20-3 杠杆收购的杠杆率会提高公司假定的贝塔系数和股权的要求回报率

通式

根据 CAPM，更高的杠杆率会通过这个公式改变公司的贝塔系数

$$\beta_{\text{Leveraged}} = \beta_{\text{Before Leverage}} \times [1 + (D/S)(1 - T)]$$

其中：$\beta_{\text{Leveraged}}$ = 有杠杆公司的贝塔系数

$\beta_{\text{Before Leverage}}$ = 无杠杆公司股权的贝塔系数，假设该公司没有负债

D/S = 公司的债务除以股权的市场价值

T = 所得税税率

贝塔系数是 1.2 的未上市企业的股权成本①

$$\begin{aligned} K &= R_F + \beta[E(R)_M - R_F] \\ &= 4\% + 1.2(13\% - 4\%) \\ &= 14.8\% \end{aligned}$$

其中：K = 杠杆收购的股东要求的回报率

R_F = 4%（即 10 年期的美国国债收益）

β = 1.20

$E(R)_M$ = 整体股票市场的要求回报率是 13%

同一公司杠杆收购的贝塔系数

$$\begin{aligned} \beta_{\text{Leveraged}} &= \beta_{\text{Before Leverage}} \times [1 + (D/S)(1 - T)] \\ &= 1.2 \times [1 + (70/30)(1 - 0.4)] \\ &= 1.2 \times [1 + 1.4] \\ &= 2.9 \end{aligned}$$

杠杆收购的股权成本

$$\begin{aligned} K &= R_F + \beta_{\text{LBO}}[E(R)_M - R_F] \\ K_{\text{LBO}} &= 4\% + 2.9(13\% - 4\%) \\ &= 30\% \end{aligned}$$

本案例中，杠杆收购的股权预期回报率应该是 30%。

① 2009 年 1 月的股权成本。

对流动性和控制权的调整

当 PE 基金对潜在投资项目估计出了假设的价值之后，其会根据其中的流动性和控制权因素对估值做出调整，上市公司中不会涉及这些因素。咱们先来看看流动性的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性的价值

上市公司股票的投资人可以在几小时、几天或几星期内，将他的头寸全部出售，时间长短取决于股票的成交量。而私募股权基金出售自己持有的股权则需要更多时间。如果 PE 基金在一家公司中不处于控制地位，在出售股权时，通常会被要求优先出售给公司的其他投资人或公司本身。这些机构通常需要两三个月才能做出决定。如果这些机构拒绝接受这些股权，PE 投资人就能向其他第三方出售所持股权，而这些潜在买方又需要两三个月来对交易做出评估。或者，PE 投资人也可以动员其他投资者一起，要求所投资的未上市营企业上市或出售，以提供流动性。无论哪种方式，都需要数月的准备工作，并且会受到市场力量的影响，比如 IPO 市场的接受度。

有流动性的非上市企业的折扣

经过反复研究之后发现，不记名股票（unregistered shares in public）或即将上市的公司股票在定价上会打折扣，这一结论充分说明了流动性的重要性。研究无一例外地显示，投资人会为那些容易销售的普通股支付更多价钱。纽约大学的威廉·西尔伯和贝尔德公司的约翰·埃默里（John Emory）完成了两项最常被引用的研究。西尔伯发现了不记名股票中打折扣的两大类：大公司的平均折扣是 14%，而小公司的平均折扣可达 54%。埃默里则针对 1980 年到 2000 年间的新股募集说明书做出多次统计，并发现对于相同公司，其上市前的私下交易价格，比起后续的公开发行价，有着近 50% 的折扣。

在实际应用中，相比起一个未上市企业假定的公开市场价值，业务评估师会对该公司的少数股权打上 30% ~40% 的“缺乏流动性折扣”。少数股权的股东没有能力迫使企业进行 IPO 或出售。因而，如果一个未上市企业假定的公开市场价值是 10 亿美元，其 1% 的股权被认为只值 600 万 ~700 万美元，而不是 1 000万美元。所以，当涉及无控制权地位的股权投资谈判时，PE 投资人就有理由去谋求自己心目中的折扣水平。

控制权及流动性影响的价值

相比之下，控制地位则意味着有关股权具有充足的表决权来更换管理人员、董事或公司目标。在并购和杠杆收购的世界里，这意味着百分之百的控制，购买方会为了获得这种权力支付高出上市公司股价 30% 的溢价（平均而言）。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的完全控制表示投资人可以在任何时间出售他的股份，因此这种持股不需要流动性折价。

在许多情况下，私募股权投资人仅会购买部分控股权，例如 1/3 的所有权，而这种所有权体现在证券中是一种优先于普通股的权力，该权益可以转换成普通股，但没有转换成普通股之前，要向投资人支付固定回报。这类交易中会包含多种法律文件，概述投资人的限制性约定、权力和流动性方案。造成的结果则是，这种证券与单纯的普通股（plain vanilla common stock）之间有本质区别。

假如，价值 10 亿美元公司中 1% 的少数股权评估价为 600 万美元，之所以不是 1 000 万美元，是因为缺乏流动性导致产生 40% 的折扣。那么具有控制地位的股权中，同样的 1% 则价值 1 300 万美元，因为有 30% 的控股权溢价。这 700 万美元的差距（1 300 万美元减去 600 万美元）反映了相关的折扣和溢价的用途（见图 20-1）。



图 20-1 未上市企业估值案例：持股 1%

图 20-1 可以表示为在一个中性值之上（或以下）的百分比。这个中性值具有极小的控制权和完全的流动性（比如上市公司中的一个很小的持股）（见图 20-2）。

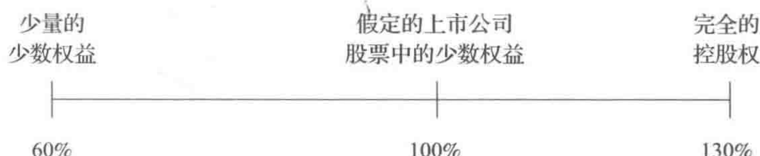


图 20-2 未上市企业估值案例：以中性值百分比表示的控制权和流动性特征

在未上市企业中购买重大权益的 PE 基金会试图将其权益定价在百分之百的中性值之下，这是他们考虑了这种权益优先于普通股的权力、能获得固定回报、投资人权益协议和流动性潜力之后的结果。基金管理人可以就此告知他的基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人，他赢得了讨价还价的空间。顶峰环球管理公司（Summit Global Management）的管理合伙人贾德·希尔（Jud Hill）这样介绍他们公司的理念："我们的投资缺乏流动性，但我们能按照合理的退出时间表管理投资组合。我们愿意瞄准那些价格略低于可比上市公司价格的投资。"作为说明起见，大家考虑一个虚拟的公开价值为10亿美元的未上市企业，PE基金希望以8 000万美元而不是1亿美元获得10%的股权（见图20-3）。

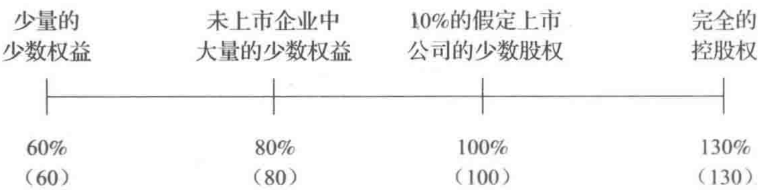


图20-3 10亿美元未上市企业中的控制权和流动性特征，相对于占比10%，1亿美元的中性值（单位：百万美元）

可转换债券的溢价和折扣

我们用可转换债券的溢价和折扣来说明：假设私募股权基金通过购买利率为7%的可转换债券而获得了公司10%的权益，转换价格比假定的公开价值高出10%。PE基金以80%的价格购买证券的理论决策（之前曾列举过）在表20-4中表明。

表20-4 不具备控制权的可转换债券的溢价与折扣，私募股权基金 （%）

在少数权益的基础上，一个公司的假设公开市场价格	100
溢价	
债券转换价格高于公开市场价值	+10
部分控制权在债券合约和有关法律文件中的价值	+10
折扣	
在PE基金持有期内，债券利息超过普通股股息部分的净现值	−15
在发生困境的境况下，债券比普通股获得优先清偿权力的价值	−5
部分缺乏流动性的折扣	−20
PE基金隐含的购买价格占假定公开市场价格的百分比	80

小结

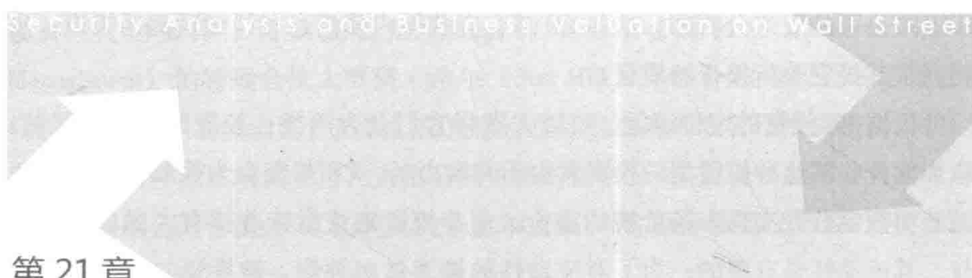
私募股权基金专注于少数人持股的企业（而不是上市公司），但其对潜在投资的评估方式与本书中所描述的对公开交易股票的评估方式类似。然而不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于上市公司的股票分析师，这些 PE 基金有获得内幕消息和详细预测的渠道，这提高了其投资分析报告的质量。

根据 PE 投资的定价宗旨，可以大致将它们分为两类：控股的和非控股的。比如杠杆收购这种控股型的投资发生于并购市场，PE 基金会为控股权支付高于该公司假定公开交易市场价格的溢价。而非控股地位意味着持有大量的少数股权，其流动性是有限的；为了对流动性的缺乏做出补偿，被投资的未上市企业会提供给 PE 基金那些一般小股东无法获得的权限与特权。这些权限与特权有时候很难进行量化，但 PE 基金尝试以被投资企业假定公开市场价格的适当折扣价来购买非控股投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第21章

自然资源类公司

自然资源类公司的股票，就是其经营的大宗商品或矿藏的近似替代。这类股票需要单独使用现金流折现模型或相对估值法。定期更新补充自然资源是公司生存的必备之道。

制造和服务类公司在多个方面展开竞争：价格、质量、信誉、服务、品牌、技术以及产品线的其他差异性特征，使得公司能够通过不同的方式竞争并取得成功。相反，自然资源类公司参与的是大宗商品市场（例如，石油、木材、铁矿石等）其在本质上是完全相同的。此外，这些公司的成功依赖于资源储备的定期更新补充。因为这些行业特征的存在，这类公司需要特殊的分析方式，我们将在本章进行讨论。

一般方法论

在评估自然资源类的股票时，分析师应当将重点放在4个分析因素上。

（1）**公司资源储备的估价是股票价值的主要因素。**储备价值相对于股价的比例在一定范围内变动具体视行业而定。对于石油和天然气开采和石化行业，储备资源价值占比在70%也不算异常。石油储备等同于长期存货，等待为公司创造收入。

（2）**其他有形资产的价值是一个起作用的因素。**自然资源的开采、加工以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及运输需要大量机器设备形式的资本投资。此外，同任何其他公司一样，自然资源公司拥有现金、应收账款以及其他有形资产。大多数公司还拥有大片未被开发和勘测的土地。

（3）净有形资产通过以下方式得出：将储备价值与有形资产之和减去负债的账面金额，就计算出净有形资产，或者用华尔街行话称之为净资产价值（NAV）。

（4）管理层使公司自然资源得以再生或补充的能力，从经济意义的角度上讲是无形资产，类似商誉。而另一方面，自然资源公司的管理层不断地寻找新的储备以供开发和销售。本书写作的时候，大多数自然资源股票的价格高于其 NAV，彰显了市场对管理层找到新储备的信心。

这个四因素分析法和本书前面使用的现金流贴现值（DCF）以及相对价值法大不相同，背后的原因在于储备对自然资源公司的重要性。参见表 21-1。不同于消费品生产公司的品牌、商业服务提供商的声誉或软件开发商的技术，自然资源公司的主要资产——它的储备——寿命有限且易于计算。

表 21-1 自然资源类股票的估价方法

+	自然资源储备的市场价值
+	其他有形资产的价值，包括营运资本
−	负债的会计价值
±	管理层补充与更新储备基础能力的无形价值
净值	正确的股权价值

注：这是对自然资源类公司进行估值的四步法。

假设一家石油开采与制造（E&P）公司有 10 亿桶石油储备（即地底下的石油）和每年 1 亿桶的生产率。假定这一储备基础能够被均匀稳定开采，该公司不进行任何储备再生，则该储备的寿命为 10 年［10 亿桶/(1 亿桶/年) = 10 年］。为一种工业资产确定准确的经济寿命远比这要复杂得多（如第 9 章所讨论的），这一差异也是二者的估值方法有所差别的主要原因。市盈率和 EBITDA 在自然资源公司中扮演很小的角色，因为股价/NAV 这一比率更为重要。

此外，因为自然资源储备开采出来的是广泛交易的大宗商品，它们开采出来后的实际现金价值也容易确定。人们只需拿起任何一张《华尔街日报》或任何商品信息，就可以找到石油、木材或铁矿石的市场价格。那些现价可以外推至将来，再乘以年生产数量，就得到了销售收入预测。前面曾经讲过，预测一家工业公司的销售收入要麻烦得多。

大部分可见的大宗商品，如石油和黄金，他们的储藏价值是可以得到的。此类矿藏的交易经常发生，并且交易价格在专业期刊和数据库上公布。当然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一次储备交易都有其特殊性。例如，2008 年几宗 E&P 交易使用的地下原油 20 美元/桶的价格就只是一个价值参考，而不是对 E&P 公司的储备基础进行精确估价。尤其是 2008 年接近年底的时候，油价发生了快速下跌。

在研究报告中，分析师将储备可能的未来销售收入与开采成本（或将其砍伐的成本，例如木材）进行对比。在某些情境下，公司会在期货市场上出售该产品的远期。证券分析的第二个部分是衡量该公司更新与补充储备的能力。这一技能对于公司的维持和发展至关重要，而且一家公司经济地找到和/或购买新储备的记录是重要的业绩指标。一些公司在这方面做得比其他公司更好，因此投资者给予这些公司的股票很高的无形价值。

自然资源类公司的财务报告

如表 21-2 和表 21-3 所示，自然资源类公司的利润表和资产负债表具有和实业类公司报表中相似的历史数据。然而，自然资源公司财务报表中提供的会计信息的解释价值较小，分析人员使用特殊会计记录基础上的指标来跟踪自然资源储备和生产数量。Encore Acquisition Company（EAC）是一家石油和天然气开采公司。

表 21-2 EAC 公司利润表概要

（单位：百万美元，每股数据除外）

	截至 12 月 31 日		
	2006	2007	2008
收入			
石油和天然气收入	493	713	1 125
运营成本			
折旧、损耗和摊销	113	184	228
生产成本	98	143	175
生产税费	50	76	112
管理和一般费用	23	39	48
干井费用[①]	31	28	39
其他运营费用	10	23	15
运营收入	168	220	508
计提损失准备	—	—	59
衍生品	-24	112	-346
运营收入	192	108	795
利息	44	86	69
税前利润	147	22	726
净利润	93	17	430

①干井（dry hole），不产油或燃气的枯井。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 21-3 EAC 公司资产负债表摘要（2008 年 12 月 31 日）

（单位：百万美元）

资产	
现金	2
应收账款	129
衍生品	349
其他流动资产	34
流动资产总计	541
石油和天然气储备，①用成效会计法㊀	
已探明资产	3 538
未探明与勘探中的资产	124
其他资产与设备	25
减去：累计折旧、损耗与摊销	−784
	2 902
其他资产	190
	3 633
负债与股东权益	
流动负债	352
长期负债②	1 319
收入税费递延	417
其他长期负债	61
少数股东权益	170
股东权益	1 314
	3 633

①大多数 EAC 公司的资产是以石油和天然气储备的形式。

②EAC 公司提升杠杆的能力取决于储备量。债务水平处于历史储备价值的 37%。

这些年来，会计从业人员和证监会曾经试图让自然资源公司的会计报告与估价过程更具有相关性，但最终结果仍会使经验不足的分析师感到困惑。研究报告所需的财务信息和经营数据在证监会格式的报告里非常分散，使你不得不静心坐下来，耐心从公开文件中有条不紊地清理出所需要的数据。石油和天然气行业的核心评价指标列在表 21-4 中。注意，净利润、每股盈余和 EBITDA 并没有出现在清单上。

表 21-4 石油和天然气行业财务表现指标

储备指标	注释
储备生产比率	在任何新增加的数量之前，将地下已经证实的储备总量除以年生产数量，就得到了表明储备预期寿命的比率。详细的数据在 10-K 表格的主体部分提供。并不保证所有提到的储备都能被充分地开采

㊀ 即石油会计中只计算出油井钻探费的会计。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

储备指标	注释
已证实储备的估计数量	财务报表的附注里有一份储备列表，这些储备是工程师认为能够经济地开采的。经证实已开发的储备能从现存的井里直接提取。经证实“未被开发的”储备还需要钻洞，所以仍存在提取成本的不确定性
已证实储备的未来净现金	使用现在的能源价格和开采成本，公司可以提供已证实储备的 DCF 值。为达到标准化，证监会要求 10% 的贴现率（虽然它在大多数情况下不反映真实风险）且价格并不上涨
未开发土地的面积和开发成本	勘探开采公司一般有希望在未来勘探的地方拥有开采权。除非有相反的信息，实践中分析人员按历史成本对这些资产进行计价
经营数据	**注释**
销售石油和天然气的平均价格	不管是附注还是证监会的 10-K 表格，都提供了一份简明的石油及天然气平均销售价格。这些公司通过签订长期合同来对价格进行对冲
每桶提取成本	在它们的财务报表中，公司把用于提取资源的现金经营成本同以下成本分开：①一般和管理费用；②非现金损耗、折旧和摊销支出。现金经营成本于是被除以年生产桶数。低提取成本对公司是有利的。注意 6Mcf① 天然气等于 1 桶石油（BOE）
一般费用和管理成本（G&A）	G&A 成本通过两种方式表示：①收入的百分比，②每 BOE 的生产成本。低 G&A 成本意味着效率
现金流量和 DDA（折旧，损耗和摊销）	DDA 代表已支出了的大量勘探和开发费用，E&P 公司把这些费用按储备进行资本化处理。DDA 通常是一家 E&F 公司的主要费用，且在每生产单位的基础上产生。DDA 是一种非现金支出，代表了 E&P 公司部分很可观的经营现金流量。在大多数公司，这部分现金流将被再投资于寻找更多的储备
储备更新	**注释**
储备更新比率	使用附注中的数据，分析员把新增储备除以年生产量。很明显，高于 1.0 的比率是维持公司经营所必需的。高比率表明较好的寻找能力
每 BOK 的找寻成本	附注和 10-K 表格中，公司应该简要说明资本化的勘探、开发、和储备收购活动的成本。新增加的储备然后被除以新资本化的成本。为保持盈利，公司每 BOE 的找寻成本、已知的每 BOE 提取、G&A 成本之和，必须小于每 BOE 销售价格。找寻成本低表明管理层能力强。举例来说，2008 年美国平均更新成本是 12 美元/BOE。开采成本（7 美元）加生产成本（6 美元）使“出井成本”达到了 25 美元。在其余成本扣减之前，平均售价是 80 美元

①Mcf（thousand cubic feet），千立方英尺。

由于历史会计不能公正反映矿藏价值，一家自然资源公司必须每年由独立的工程公司对其储备进行估价。工程师提供的储备计算会包含在财务报表中。对于石油和天然气公司，报告人要准备一份储备现值的简要计算报告，使用年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末石油和天然气价格以及法定的10%贴现率。这样，工程师的报告就完善了独立会计师和保险顾问的记录和测算功能。

因为石油和天然气行业引人注目，我用它来解释估价的过程。为使处理过程简化，我们将研究 Encore Acquisition Company（EAC）；它是一家中等规模、独立的石油和天然气开采及制造公司，而不是像埃克森美孚公司那样的大型一体化石油公司。大公司除了经营开采和开发业务之外，还经营大量的下游业务，如化工、炼油以及汽油零售作为补充，分析这样的多元化企业相当复杂。

案例研究：Encore Acquisition Company

尽管 Encore Acquisition Company（EAC）公司的历史财务报表没有讲清全部情况，但它们提供了好的开端。简要的数据列于表21-2、表21-3、表21-5中。

表 21-5 EAC 公司现金流量表 （单位：百万美元）

	截至 2008 年 12 月 31 日
来自经营活动的现金流	
净利润	431
在净利润基础上添加经营性项目调整得到净现金流	
折旧、损耗和摊销	228
递延所得税	233
非现金衍生品收益	-299
其他	166
运营资产和负债的净变化	-96
来自运营的现金流	663
来自投资活动的现金流	
成功矿井的勘探和开采费用	561
其他	25
采购已探明储量	142
投资活动使用的净现金	-728
来自融资活动的现金流	
净借款	
普通股回购	200
其他	-67
融资活动带来的净现金流	-66
现金净变动	67
	2

注：随着石油、天然气被提取出地表，资产负债表上此项目被“损耗”。损耗属于非现金费用项目。注意 EAC 公司在“投资活动”下对勘探和开采费用持续的可观支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如表21-2所示，EAC在过去3年中每年财务利润均为正，销售收入在2007年和2008年由于石油及天然气价格上涨而大幅上升，但利润由于出售远期合约（衍生品）的盯市估值而遭受影响。债务/总资产比率为50%，高于大多数的E&P公司。注意，储备（除去损耗）占了账面资产的80%。

特定的会计方面

典型的E&P公司在石油勘探和准备开采上花费巨额资金。许多情况下，打出来的井找不到油（即一口“干井”）。分析人员使用以下两种会计方法之一，把勘探及开采成本资本化。

（1）**完全成本法记账**。所有打井的成本，包括干井的成本，都资本化且显示在资产负债表上。被资本化的成本按生产的单位平均摊销。

（2）**成功结果法记账**。公司将开采成功的井上花费用像办公楼一样资本化，而干井成本则立即从利润中扣减。成功结果法更加保守（分析人员应该记住在资本投资上加回干井成本以反映勘探成本）。EAC公司采用的是成功结果记账法。

无论使用哪一种方法，有事件表明资本化的金额在未来不能恢复时，EAC公司就应该冲销该部分金额。例如，在2008年EAC公司确认了0.59亿美元的非现金支出，因为4口油井已证实（按年末原油价格计算），继续开采是不经济的（康菲石油在当年减记了250亿美元）。在2007年，天然气价格上升了40%，但会计准则不允许做向上的修订。

我研究过的大多数公司支付很少或没有支付联邦所得税。联邦所得税的资源消耗折扣大大快于账面资源消耗速度，于是所得税被延迟，直至公司生产最终下降。实践当中，通过内生性的增长或者兼并收购，此类税务责任可以被无限期延后。

储备的现值

储备都是处于地下的。参见图21-1，它们以按不同的速度开采出来，以创造收入。因为储备在公司收入的构成中如此重要，美国公司都会披露其储备的现值（扣除开采出地表的成本以及生产税）。财务模型如表21-6所示。在证监会（SEC）的存档文件中，公司的净现值可以通过两种方法列示：①使用SEC认可的标准计算方法，销售价格采用过往几年的平均数；②PV-10的计算，包括了公司层面的收入所得税带来的影响。以EAC公司为例，计算结果如表21-7所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

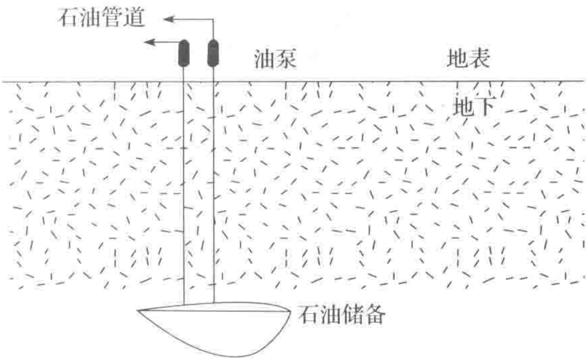


图 21-1 把地下的石油储备开采出来

表 21-6 储量的净现值（按每股计算）：以石油天然气公司为例

年份	石油				费用	税前未折现净现金流（百万美元）	税前折现净现金流（按 13% 折现，百万美元）
	储量（百万桶）	产量（百万桶）	价格（美元/桶）	收入（百万美元）	运营/研发/税务（百万美元）		
2010	50	8	40	320	168	152	135
2011	42	7	40	280	147	133	104
2012	35	6	40	240	132	108	75
2013	29	5	40	200	110	130	77
2014	24	5	41	205	110	105	57
2015	19	5	41	205	115	90	43
2016	14	4	41	164	92	72	31
2017	10	4	42	168	96	72	27
2018	6	3	42	126	72	54	18
2019	3	3	42	126	72	54	16
		50				970	583
						净现值/BOE	11.66

注：**定价参数**：在本模型中，石油和天然气价格逐年上升。SEC 的 10-K 表里关于标准化计算方法的要求，并未要求价格或成本逐年上升，要求的折现率是 10%；本模型中使用了 13% 的折现率，以更贴切地反映真实的市场环境。

表 21-7 EAC 公司：2 个要求的储备净现值的表格（2008 年 12 月 31 日）

	净现值
SEC 标准	1.2 万亿美元
PV-10 标准	1.4 万亿美元
	每桶的净现值
SEC 标准	6.50 美元
PV-10 标准	7.57 美元
	每股储量的净现值
SEC 标准	23 美元
PV-10 标准	26 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EAC 公司：业绩评价的关键指标

作为讲述评价 E&P 公司的关键标准的案例，我们考虑 EAC 公司截至 2008 年 12 月 31 日的 3 年间统计数据（见表 21-8），读者粗略看一下数字，就可以得到以下结论。

表 21-8 EAC 公司的关键指标一览表

	2006	2007	2008	趋势
储量				
储量对产量比率	18.5 年	17.1 年	12.8 年	不利
每股储量（BOE）	3.8	4.4	3.5	不利
储量的净现值（根据 SEC 的计算方法）（美元）	27.55	62.10	23.00	不利
运营数据				
销售价格				
原油（美元/桶）	43.40	58.96	87.30	有利
天然气（美元/千立方英尺）	6.24	6.26	8.63	有利
开采成本/产量（原油当量桶，BOE）	8.73	10.59	12.12	不利
销售及一般管理费用/产量	2.06	2.89	3.35	不利
销售及一般管理费用/销售收入（%）	4.7	5.5	4.3	有利
折旧、损耗和摊销值/产量	10.10	13.59	15.80	有利
每股经营性现金流	5.02	7.62	13.88	有利
储量更新				
储量更新率（%）	178	125	-255	不利
勘探成本/新储量（美元）	12.89	22.94	30.90	不利

- 储备。由于 2008 年对四口油井的减记，EAC 公司的储备下降了。储备寿命下降至 12.8 年，且每股储备的桶数（BOE）下降了 20% 到 3.5。公司从地下开采的速度超过了增加的新储备速度。同时原有价格的显著下降也使每股对应的储备净现值从 2007 年的 62 美元下降到了 2008 年的 23 美元。
- 经营业绩。石油及天然气价格的上升主要发生在 2008 年第 4 季度，因此 2008 年的平均价格实际是 89.30 美元/桶，与 2007 年相比提高了 48 美分。总体来讲提高了公司经营成本 14 美分，但是成本占销售收入的比例从 2007 年的 18% 下降到了 2008 年的 14%。总而言之，在 12 美元/桶的价位上，开采成本比美国平均水平高出 5 美元。公司的一般费用及管理（G&A）成本占销售收入的百分比（1996 年是 4.3%）比竞争公司高，因为公司相对较小的规模使其难以将固定成本分摊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 储备更新。EAC 公司储备更新方面的表现劣于平均水平。而且公司的已探明储备在 2 年时间内从 2.05 亿美元下降到了 1.86 亿美元。石油天然气的价格上涨，支持其股价从 2007 年 3 月至 2008 年 7 月这段时间内翻了 3 倍。但是储备迅速下降，以及后面跳水的原油价格致使股价在 6 个月内下降了 80%。
- 勘探。EAC 在 2008 年是相当灾难性的一年，因为在勘探上花费了超过 6 亿美元，但却只找到了不到 2 亿桶石油的储量。勘探成本从每桶 12.89 美元涨到了每桶 30.90 美元。这一趋势很不利，E&P 的行业分析师更希望采用平均勘探成本，以中和这一突变的影响。

EAC 的每股价值

关于石油天然气勘探开采公司完整的研究报告会包含分解计算。分析师使用净现金流折现法（DCF）或者可比销售法（comparable sales method）估算储备价值。在 DCF 方法中，分析师首先根据当前储量假定未来的生产曲线（见图 21-2），然后对每年的产量假定适当的销售价格、开采成本。对 EAC 公司储量的 DCF 方法请见表 21-6 和表 21-7。另一种方法是去查一下近期有关地下储量的销售价格，如果最近的销售价格是每桶 10 美元，根据可比销售的实质，该价格可以适用到 EAC 公司的储备上。

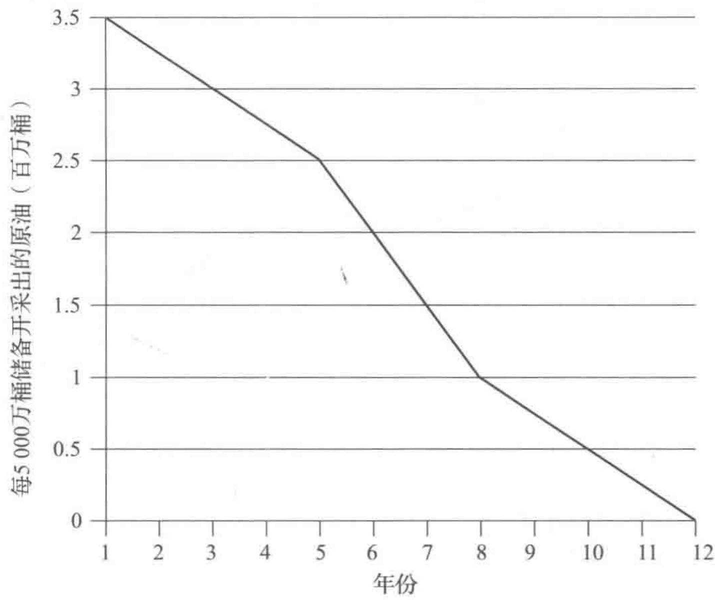


图 21-2　石油储备典型的开采曲线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当分析师做好了生产曲线和财务模型后，就可以反复修改基本假设，看一下不同折现率、更低的价格、更高的开采成本带来的影响。对储备的现值而言，分析师可以增加其他资产或减少财务负债。分析师现在可以估算 EAC 公司的分解价值。表 21-9 展示计算的原理。

表 21-9 EAC 公司的分解价值（2009 年 3 月 15 日）

	折现现金流：SEC 与 PV-10 的平均值		10 美元/每桶价值，地下②	
	金额	每股数据	金额	每股数据
石油天然气的已探明储量	1 300	24.50	1 850	34.91
未开发土地	124		124	
设备与产权（净额）	12		12	
其他资产	190		190	
净运营资本	189		189	
总资产价值	1 815	34.25	2 365	44.62
长期负债	-1 319	-24.89	-1 315	-24.89
净资产价值①	496	9.36③	1 050	19.73

①根据假设情况，分解价值的范围可以很宽，例如这里是 9 ~ 19 美元。
②做出 10 美元/桶地下价值的假设是基于当前储量的销售价格，同时考虑了 2008 年年末油价下跌的调整后得到的粗略估计。
③股价是 17 美元，说明投资者预期未来油价会比 SEC/PV-10 方法预测的值要更高。后者得出的预测股价只有 9.36 美元。

得出结论

分解计算得出了 EAC 公司可能的清算价值，但是并未包含管理层团队的及时更新储备、使公司发展壮大的这种无形资产。由于每股储备已经跌了 10%，此类无形资产对 EAC 公司的价值较小。2009 年 3 月，公司的股价是 17 美元，而预测的盈亏平衡价格范围从 9 美元到 19 美元。距离盈亏平衡价格低点有 8 美元的空间（17 美元减 9 美元），要么是来自无形资产价值，要么来自对后市油价上涨的预期。

对公司开采能力较高的预期，可以带来较高的价格/现金比。分析师首先考虑的是管理层以低成本开发新储备的经验，但同时也会参考勘探开采公司的杠杆率水平、对运营成本的控制能力及现有储备的质量。石油对天然气的价格比如何？石油储备是位于美国这种安全稳定的地区，还是位于类似纳米比亚这样的战乱地带？

评估相对价值时，分析师会横向比较同一行业里某几家公司的数据。和我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们在第 15 章、第 19 章的做法类似，比较好的方法是把勘探开采公司历史业绩进行排序。得分较高的公司应当享有更高的估值溢价。表 21-10 显示了虚构的 4 家公司的排名。根据具体定义的指标不同，EAC 公司有 15 ~ 20 个指标可以用来横向比较。

表 21-10 勘探开采公司排序

	石油和天然气勘探开采公司			
	A	B	C	D
现有储备情况	良好	优秀	平均水准	平均水准
运营指标	优秀	良好	良好	平均水准
勘探寻找新储备的能力	很差	平均水准	良好	平均水准

注：评级最高的公司，应当获得更高的溢价。

除了相对价值法以外，分析师也会使用分解预测。他们会假定除了静态的生产曲线外公司还会在年产量的基础上动态增加已探明储量。分析师适当假定销售价格、运营成本和开采成本，构建未来 5 ~ 10 年的财务预测模型。期末的终值通常是使用现金流倍数而非净资产价值得到。德州第一投资（Texas First Investment Management）的资产组合经理道格·坎农（Doug Cannon）认为："5 ~ 6倍的现金流倍数较为合理，因为这是勘探开采公司的历史估值区间。"

矿业公司

矿业公司分析师会使用石油和天然气行业的各种方法，但是经营业绩指标会有所不同。例如，矿产类公司的开采成本（单位美元销售额）比石油天然气公司的要高得多。成吨的矿石需要经过精炼、处理后才能得到几百磅成色较低的金属（例如铜、锌）或仅仅几盎司的贵金属（例如黄金、铂金），这些开销都代价昂贵。矿业公司的运营成本可以占到销售额的 60% 以上，而典型的石油勘探开采公司只占 30%。但是矿业公司的勘探和摊销成本更低（以占销售金额的比例计），而且由于金属的价值重量比（value-to-weight ratio）更高（例如，每桶 40 美元原油相当于每磅 15 美分，而白银的价值是每磅 200 美元），因而运输成本更低。

和石油天然气行业一样，矿业公司的估值和其储量高度相关。储备的寿命和更新历史也很重要。除了检查每股对应的矿石数量外，分析师还要分析矿藏的品位（或纯度）。高品位矿意味着更低的每磅/每盎司处理成本（也就是更低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的运营成本）。为了给投资者提供便利，矿业公司在提交给 SEC 的文件里都会披露矿藏数量、品位及每吨的运营成本。根据这些信息，任何人都可以计算矿藏的更新比率、每磅/每盎司开采成本或其他比率。

在美国矿业公司披露的储量信息是需要经过独立的矿业工程公司检验的。特别是加拿大的黄金公司 Bre-X 的丑闻之后，第三方验证的重要性日益凸显。Bre-X 从起初前景不明、市值不足 1 000 万美元的低价股，不断宣称在印度尼西亚发现了黄金的振奋消息，到最后市值超过 60 亿美元。直到潜在并购方弗里波特·麦克莫兰铜金矿公司（Freeport-McMoRan）进行了独立查验，才发现了公司在计算黄金储量时的欺诈；公司随后倒闭，给投资者带来了巨额损失。

《华盛顿邮报》当时的报道如下：

> Bre-X 的公开信息和官方披露文件反复提到，其对黄金已探明储量的估算是由备受赞誉的工程公司——蒙特利尔的 SNC-兰万灵公司（SNC-Lavanlin）提供。但是世人并不知道的是，事实上该公司计算的样本只是基于 Bre-X 提供的土壤钻探样本。[1]

只有很少数有经验的投资者会要求 Bre-X 重新检验其储量数字的真实性。被公司管理层欺骗的机构名单简直就是华尔街的通讯录，包括投资公司中的巨擘：富达（Fidelity），国际投行圈的有摩根大通（J. P. Morgan），加拿大最有名的投行：利时证券（Nesbitt Burns），加拿大最大的证券市场：多伦多股票交易所，负责公司在美国上市业务的全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers，NASD），负责检查美国上市公司监管报备文件的 SEC。利时证券对当时未能发现问题的借口实在是蹩脚：“我们的分析师是完全基于著名公司披露的公开信息，但是这次事件里存在着欺诈行为，我们的分析师是金融专家，不是反诈骗专家。”读者们现在都知道了，真正有效的证券分析不能仅仅满足于发行人给投资大众填鸭式的信息。

阿散蒂安格鲁黄金矿业

作为矿业公司披露信息的案例，表 21-11 显示了阿散蒂安格鲁黄金矿业公司（Anglo Gold Ashanti，Ltd.）金矿业务的信息概要。

矿业公司股票的价值反映了标的大宗商品的价格。如果黄金价格一周内上涨 10%，阿散蒂安格鲁黄金矿业的股价肯定也要相应上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 21-11 阿散蒂安格鲁黄金矿业

运营数据摘录	2008 年（截至 12 月 31 日）
黄金产量（盎司）	4 928 000
每盎司售价（美元）	702
生产成本/每盎司（美元）	
现金运营成本（美元）	444
非现金成本（美元）	123
总生产成本（美元）	567
每盎司毛利润①	135

矿石储量②类别	截至 2008 年 12 月 31 日			
	吨位（百万吨）	黄金的平均品位（每吨的盎司数）	包含的黄金吨数	含金量（百万盎司）
已探明储量	341	1.89	646	20.9
概算/推定储量	697	2.42	1 683	54.0
总储量	1 038	2.25	2 329	74.9

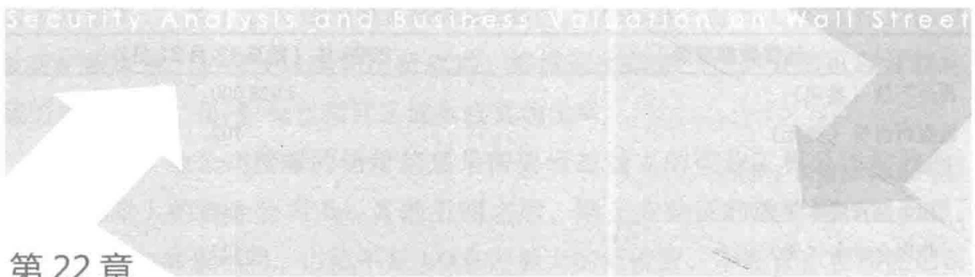
①在毛利率的基础上，公司还要支付管理费用、市场营销费用、勘探开采费用等其他项目。
②经过独立的工程咨询公司检验。

小结

自然资源类公司从事的是大宗商品业务，各个公司的主要产品（如石油、天然气、金属矿石）之间本质上没有差异性。由于没有品牌、附加服务、技术可以让公司之间进行差异化竞争，分析师把焦点集中在以下两点上：①公司储量的净现值，可以使用折现现金法或近期可比交易法；②管理层团队以经济有效的方式寻找新储备的能力。大部分自然资源类股票的平均交易价格比清算价值要高；这部分的溢价越大，说明投资者对公司寻找新储备、替换现有产能的能力越有信心。

这些公司的每股价值都和相关自然资源的市场价格同涨同跌。因此，如果石油价格上涨了 10%，石油公司的股价也会上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 22 章

金融行业个股

和自然资源类公司一样，金融公司也有其独特的分析方法。我们会介绍各种行业特定的比率和业绩指标。

和上一章介绍的自然资源类企业一样，对金融行业公司的估值也涉及行业特定比率和业绩测量标准。本章将介绍针对这类公司专门分析方法。

2008 年的金融危机暴露出：对于做出正确的证券分析而言，金融行业的信息披露水平是相当不充分的。考虑到金融行业的政治影响力和美国监管体制的情形，这种情况短时间内很难得到改善。因而，相比起投资于其他商业板块，投资于金融行业的投资者面临着更高程度的不确定性。

对商业银行、保险公司或租赁公司等金融企业的评估，需要应用我们在本书中尚未介绍过的分析工具。之所以要对我们之前介绍的评估方法做修改，首先是因为金融企业有形资产的独特性质。和制造业或服务业企业不同，金融企业的有形资产几乎全部是文件——大多数是合同性质的，比如，贷款、衍生品或保单。要对金融企业应用特殊估值方法的第二个原因是金融企业负债的性质，这类企业有很高的杠杆率，投资于有波动性且未来负债不确定的业务领域。最后，监管环境对金融企业的监管远多于一般工业企业，美国联邦政府对大型银行的政策是：一旦发生经营失败，要保护这类机构债权人的本金不发生损失。

金融机构的资产往往代表了普通大众的储蓄和心安。只要有一家金融机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现危机，就会动摇公众对整个金融体系的信心并可能导致市场崩溃、储户挤兑、退保和其他恐慌行为。为了降低这类事件发生的概率，政府制定了复杂的监管架构，奠定了金融行业的基本准则，并且先后投入了数万亿美元的救市计划以降低银行破产的可能性。正如本书第 1 版中指出的，以往实施的这些规章并不算严苛。金融体系更多地依赖于裁判员们的自我监管（独立审计师、信用评级机构、金融交易所和非政府监管机构）构筑了针对错误陈述、欺诈和滥用行为的第一道防线。自我监管理念之所以成立且或多或少被政府接纳的背后，是金融行业的下述理念：本行业的高管没有动力去承担不必要的风险，因为这类行为必然会导致其公司股价下跌并殃及他本人所持股票期权价值。但是这种理念忽略了很重要的一点：金融行业的许多高管拥有可观的薪水和分红，而且他们有能力在噩耗降临之前将股票期权套现。2008 年时，公众目睹了华尔街巨人雷曼兄弟宣布破产，而其 CEO 理查德·福尔德（Richard Fuld）在其在任的八年时间内，总共获得了 4.8 亿美元的现金报酬。类似事件也发生在花旗集团（Citicorp）、房地美（Fannie Mae）、美林证券（Merrill Lynch）和其他公司中，这些机构的高管们从事后被证明是虚无缥缈的利润中赚取了巨额奖金。

在这种自我监管机制下，其他的参与人员也少有清白无辜者。独立审计师难以计算出金融行业发明的复杂金融工具的准确价值，而且为了保住审计费用，他们往往会同意客户提出的拒绝聘请第三方评估师的要求。审计师还与客户保持一致的证明，银行通过结构性投资工具（SIV）提供的贷款是无追索权的（对银行而言）。这些行为助长了金融机构通过大量杠杆工具提供上千亿美元质量可疑的贷款。信用评级机构为了获得利润最大化，在尽职调查过程中偷工减料，也没有对千亿美元的债务抵押债券（CDO）做出深入的经济衰退情境假设。那些天真的依赖于这些评级结果的固定收益投资者和监管机构，最终为此付出了惨重代价。

其他的政府监管机构，例如证券交易委员会、联邦存款保险公司（FDIC）、货币审计署、上市公司会计监督委员会（PCAOB）和保险专员国家协会（National Association of Insurance Commissioners）几乎没做出什么值得尊敬的举措。随着金融资产变得越来越复杂和难以估值，这些监管者听信了金融机构和信用评级机构宣称的“金融模型和评分系统显示出金融资产的风险非常低”。由于监管者缺乏专业知识、主动性和意愿去深挖这些资产的真正价值，他们基本上对这些说法信以为真。这些监管者唯一不缺的就是金钱，这几家机构的预算可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达数十亿美元。比如，联邦存款保险公司2008年的预算是12亿美元，其银行检查人员和监管人员的数量仅为4 800人。

在“未能理解金融机构所承担的风险”这件事上，监管机构一般都是集体犯错。成熟的私募股权投资公司和主权财富基金在2008年下半年向美国的大型银行投资了数百亿美元。即便这些机构拥有广泛的管理途径、内部信息和专家顾问，他们还是做出了错误的推测并公布了重大损失。沙特的亿万富翁阿尔瓦利德·本·塔拉尔王子所拥有的沙特王国控股公司（Kingdom Holding Co.），当其持有的花旗集团和其他金融机构的大型股权价值下降之后，在2008年第4季度录得80亿美元的亏损。

美国政府于2008年和2009年将纳税人上缴的数万亿美元置于险境以保护金融体系。它将许多公司的损失社会化，但金融高管们获得的私人利润却未被触动。少数业内人士被纪律处分、罚款或起诉，但多数监管者却统统保住了他们的饭碗和退休金。理论而言，政府救市的巨大成本和金融恐慌问题一再重现的本质应该促成对监督机制的彻底改革，但这一进程却是缓慢的。由现任管理当局任命的监管者是当前体制的重大受益者，同时，尽管政府对华尔街提供了巨额救助，一向厌恶政府监管的华尔街仍旧保持着其影响力。例如，金融行业从业人员代表了奥巴马竞选成功的最大捐助群体，纽约联邦储备银行（New York Federal Reserve Bank）的主席斯蒂芬·弗里德曼（Stephen Friedman）曾经是高盛的董事会成员且持有该公司大量的股权。

研究金融公司的分析师们应当谨记，美国政府2008年和2009年的行动主要是旨在保护陷入困境的银行的债权人免于蒙受重大损失。相比之下，银行的股权投资人的投资价值则减少了70%～80%。鉴于环境的更新和历史的前车之鉴，金融公司潜在的股权投资人需要在分析中付出加倍努力，何况他们自己的信息基础尚存在巨大空白。这也是投资机构哥伦比亚财务顾问公司（Columbia Financial Advisors）的CEO布莱恩·麦奎德（Brian McQuade）倾向于避免对金融机构进行股权投资的原因之一：“这类投资需要对财务报表进行大量分析，会花费很多时间，而且分析结果很难搞清楚。”

本章我们讨论涉及两类金融机构的分析过程。

- 银行：银行的现金收入产生于以较低利率借入资金再以更高的利率放出贷款（即利差业务）。利差业务通过大量的收费业务和做市商交易得以增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **保险公司**：通过运用“大数法则”，这类机构吸纳了那些对于单一企业或个人而言昂贵得难以承受的灾难性事件的风险。

证券公司、对冲基金和共同基金公司也是金融行业的一部分，但考虑到这类机构中的上市公司数量有限，我们暂时不放过多的注意力在它们身上。

金融行业板块是成熟且具有周期性的。行业子板块提供的产品和服务几乎是同质的，这一特点成为限制行业利润率的桎梏。创新为金融企业提供了一种不需要降价即可将其自身与其他参与者区分出来的途径，但仅有少数的金融创新是有专利保护的，大多数都会在推出之后很短的时间内被复制。所有这些因素综合起来，造成金融公司股票的市盈率低于实业类企业。

产品线

大多数大型上市金融企业提供多种产品线。比如，高盛提供的服务包括贷款、保险（通过衍生工具）、企业咨询、零售和机构经纪业务、自营交易以及资金管理（对冲基金、私募股权基金和共同基金）。同一产品线之内的差异有限，具体如下。

- **贷款**：除了利息成本和相关费用的不同，从这家银行贷款和从那家银行贷款，是完全一样的。
- **保险**：除了价格和保险人支付索赔的能力，所有的保单和衍生品合约都差不多。
- **企业咨询**：在该产品线的声望会形成并购和证券承销市场中的关键领导者。
- **经纪业务**：从个人角度看，大多数券商提供的服务之间几乎没有差别。而机构服务之间的重大差异也只存在于行业前五的券商。
- **自营交易**：某些企业在这个业务领域内具有比其他企业更好的能力，但自营交易的“暗箱”性质却导致局外人难以评估这种差异。
- **资金管理**：大多数资金经理的业绩未能跑赢股票、债券或私募股权市场指数，尽管他们声称情况恰恰相反。而且他们的投资管理能力彼此相似，令人沮丧。

在上述这些产品线中获得成功依赖于：①无形资产，例如市场影响力、名声和个人关系网，使得这些产品脱离了商品属性；②技术专长、经营控制和成本效率，使公司在竞争中保持定价优势。表 22-1 提供了进一步的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 22-1 金融行业

子板块	主要产品/服务	非价格的竞争要素
贷款	贷款、交易处理和托管业务，以及收费卡	政府押金担保、声望、服务效率、便捷程度、个人关系网、以低价承受风险的意愿
保险	未预期事件的投保，以及多种递延税收投资产品、第三方索赔处理服务	资信、声望、专业技能、服务效率、个人关系网、以低价承受风险的意愿
企业咨询	公司的财务顾问服务	声望、个人关系网
经纪业务	执行下单和托管服务	公司账户的分销和交易能力
自营交易	内部投资管理	技术、市场情报、人员、软件、风控
资产管理	管理个人和企业年金与储蓄账户，收取费用	声望、高于平均水平的业绩潜力、营销能力、便捷程度

注：金融行业的竞争取决于非价格因素。

金融资产的性质

无形资产往往是金融行业成长的动力源泉，从业人员应当仔细评估这类资产的质量。同时，还需要对公司的资产组合进行估值，既可以评估会计的准确性，也能够衡量企业管理者的经营能力。

首先，分析人员应当始终牢记的一点是：金融资产具有合约性质。无论在美国还是其他国家，合约很少能够100%地按照条款执行。因此，当一家企业停止偿还1亿美元的贷款或债券时，金融机构并不会马上对其采取丧失抵押品赎回权的措施。这种未偿还行为只代表着谈判进程的开端。同样，财产和意外事故保险公司对于履行巨额索赔的态度十分谨慎。这些公司在完成对事故情况的详细调查之前不会进行赔付，而且还会依据对保单的解释来质疑索赔的规模和可靠性。分析师首先要意识到，金融资产并不受制于一个绝对的法律框架。

此外，金融资产的经济价值（无论是债券、股票还是衍生品）都会受到系统性风险的影响。利率的变动会直接影响债券价格，也会对普通股的价值产生影响。衍生品的价格则会放大标的证券或大宗商品的价格走势。历史会计数据可能无法准确反映出经济价值的这种变动，而会计报表（每3个月提供一次）提供给公众的时候可能已经过时了。举例来说，2008年9～12月的短短3个月内，美国道富银行（State Street Bank）的证券组合价值跌落了50亿美元。

正如前文所述，对许多金融资产的估值具有高度的主观性。为了减少财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报表编制的回旋余地，联邦政府和财务会计准则委员会（FASB）制定了一种三层的方法对证券做出分类和估值。即便如此，对交投清淡的资产和私人持有的证券进行估值仍然需要高度的判断能力。例如，2008 年 11 月，各家私募股权公司报告其通过一桩杠杆收购所取得的哈拉斯娱乐公司（Harrah's Entertainment）的股权，现价处于其原始成本的 25% ~75% 不等。所有这些公司都有途径获得相同的公开或私人信息。

独立审计师可不是理解复杂证券和衍生品细微差异方面的专家，而且他们的大多数客户都抱怨第三方评估师昂贵的费用，因此审计师们不愿意使用这些评估师。另外，金融行业中，管理层在界定经营成果方面的弹性非常大。证券分析师应该警惕资产价值被高估、坏账估计或错误承保的保单被低估的可能性。

另一件需要注意的事项，则是由庞大的机构持有的贷款、合约和投资的绝对数量。外部审计师进行业务时采取抽查的方式，他们无法查看每一份文件。与此同时，内部风控经理则缺乏验证每笔交易的资源。忽视掉一份简单的、五页纸的衍生品合约就可能造成机构数以百万的损失。现代风险管理体系严重依赖于业务部门经理对潜在问题区域做出自我评估，而这恰恰是这种框架体系的弱点。泛美开发银行（Inter-American Development Bank）的风险顾问 Dominiek Vangaever 说："这一体系过于复杂，以至于外部的人员很难确认业务中是否已经产生了错误。"

总而言之，纸面交易的雏菊链条式结构、法律合约的复杂性、金融资产价值内生的不确定性和大笔资金易手的高速度，使得金融行业成为孕育虚假陈述、煽动者和江湖骗子的肥沃土壤。尽管大部分上市公司坚持合理的运营标准，但经验丰富的分析人员还是会留意是否有利用报告系统薄弱环节的、声名狼藉的管理层。

两种技能

大部分金融机构的成功取决于管理层的判断，因为没有贷款或投资有百分之百的保障。贷款主管必须从众多贷款申请人之中挑选出来那些值得信任的对象。同样，投资经理试图挑选出那些相对于潜在风险来看，有更好收益表现的证券。自营交易部门也会选择那些他们希望有利可图的战术。因而，投资中的判断能力成为金融行业管理人员的关键素质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某些金融板块内，成功源自以流水线的方式执行简单的任务。一家银行一天内要处理成千上万的支票，一家保险公司要审查成千上万的索赔，一家券商可能要清算成千上万桩交易。因此，金融企业在运营控制和成本效率方面应该超过工业制造或销售企业。因此，贷款投资文化就与生产环境结合在一起，成为分析师需要考虑的两种技能。

贷款机构

贷款被称为利差业务。利差业务是指以一个利率借入资金再以更高利率贷出，以便从两种利率的差点中获利。银行和保险公司都有大量的利差业务，但正如前文所述，它们的经营包含了其他产品线，有时会使得利差业务显得微不足道。出于这个原因，研究金融类股票最简单的方式是从主要专注于贷款业务的银行入手。

在最简单的形式下，经营利差业务的公司利润表仅有几行项目，如表22-2所示。

表 22-2 利差业务的利润表

（单位：百万美元）

贷款的利息收入	100
存款的利息支出	65
净利息收入	35
贷款损失准备	5
	30
一般费用和管理费用	15
所得税前收入	15
所得税	5
净利润	10

利差业务的资产负债表很直接。资产几乎全部是金融类且具有高杠杆，这反映出资产的流动性和监管的必要。此外，盈利性资产的较小利差要求企业通过高杠杆率产生合理的股权回报（见表22-3和表22-4）。

表 22-3 利差业务的资产负债表

（单位；百万美元）

资产	
应收贷款	1 000
应计应收利息	10
办公和设备	10
	1 020
负债与所有者权益	
存款与借入款	930
应计	10
	940
所有者权益	80
	1 020

表 22-4 利差业务财务比率

税后资本收益率	1.0%
净资产收益率	12.5%
负债对股权比例	12:1

如上表所示，这一假设的利差业务税后资产收益率（ROA）仅为1%，远低于一般的工业企业水平。利差业务通过高杠杆的运用来弥补其极低的资产收益率。例如，美国的银行经过联邦政府特许，其负债对股权比例可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以达到 12:1 甚至更高，而工业企业的这一比率通常只有 1:1。高杠杆的运用使得低资产收益率也能为银行的股东带来合适的股权收益率。

资产质量

由于股东权益仅相当于资产的 6% ~8%，审慎选择贷款对象对于银行（和其他利差业务经营者）而言至关重要。比如，注销 2% 的资产将使公司股东权益降低 25%。出于这个原因，信贷文化是利差业务经营者成功的关键。

美林证券的经历充分说明了这一点。美林证券与纽约其他的投资银行一样，将信贷业务的扩充作为拉拢新的机构客户和新承销业务量的方法之一。运营美林证券信贷业务的高管过去都是投资银行家，比起在公司账簿上增加优质资产，他们更关注的是如何达成交易。结果，信用分析和尽职调查的流程只是走马观花，银行家们带来了数百亿摇摇欲坠的杠杆收购贷款和可疑的抵押担保贷款（CMO）。2008 年，仅仅在信贷业务扩张的几年之后，美林证券已经产生了巨大的信贷亏损。多亏了 2009 年被美国银行收购，又得到了 200 亿美元的联邦救助，美林证券才没有破产。

金融机构的信贷文化可以从其过去的贷款相对贷款损失的账面记录中略知一二。贷款损失比率意味着管理能力不足或高风险的投资方式，或者也可能代表贷款组合集中于刚经历过难关的行业，例如住宅按揭。无论哪种情况，一家金融机构不良贷款的比率都反映出它的信贷文化。如果管理层转换了战略（就像美林证券的情况）或管理团队本身发生了变化，那么过去情况对未来的预测作用就值得推敲了。毕竟，信贷审批的权利终究掌握在高层手中，如果引进了新的管理者，尤其是从外部引进的，则意味着贷款决策可能与过去有区别。这一点在 2005 ~2008 年期间被反复证明，彼时，保守的银行允许债券交易员和投资银行家来经营银行发起的通道业务和结构性投资工具。这些人采取了更激进的贷款计划，并很快引发问题。

除了可靠的信贷文化，贷款机构的无形资产主要包括其社会信誉、品牌知名度和管理团队的商誉及人脉资源。所有上述品质都有助于：①吸引储户（或借款人），扩大机构的资本基础；②产生新增贷款的途径。对于分析师而言，量化这类无形资产的价值是一项艰巨的任务。然而，尝试列举出其中的贡献因素则容易得多，比如对机构知名度、分支机构分布地点和联邦存款担保的统计。无形资产的持续经营价值还是可以体现出来，或者体现在分析师的财务预测中，例如现有贷款逐渐被新增贷款替代，或者体现在相对价值比较中，例如对机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收购价格高于其有形资产账面价值。

对信贷行业的财务分析

财务报表分析的目的在于做出对企业历史盈利能力的估计。分析师可以依据这种估计形成对未来盈利能力的预测。对信贷行业的分析采用的方法和我们在第8章讲述的一样。如表22-5所示，通过4种工具对3张财务报表进行评估，使得分析师从历史业绩中辨别出未来发展的趋势和形态。

表22-5 金融企业的财务报表分析

原始材料	+主要分析工具	=结果
利润表	数量的绝对变化	可用于预测未来的形态和趋势
资产负债表	增长的百分比变化	
现金流量表	普通规模	
财务报表附注	财务比率	

由于信贷机构的资产完全是金融性质的，用于分析的财务比率和研究报告中使用的专门术语会与我们之前提到的不同。此外，信贷机构对坏账问题的敏感性要求分析师彻底审查过去的贷款损失、现有资产的质量和应对未来损失的储备金。最后，杠杆的广泛使用要求分析师审慎评估资产和债务之间的匹配；长期金融资产应该与长期负债相匹配，反之亦然。

案例分析：国会联邦金融公司

我们以国会联邦金融公司（Federal Financial Corporation）截至2008年9月30日之前的3年运营结果为例，来说明对信贷机构的财务分析。国会联邦是一家银行，其收入的80%来源于利差业务。2008年9月30日，该公司在堪萨斯州经营着42家分支机构。在80亿美元总资产的基础上，国会联邦实现了5 100万美元的净利润。表22-6显示了它的财务数据摘要。

表22-6 国会联邦金融公司财务数据摘要

（单位：百万美元，每股数据除外）

	截至9月的会计年度		
	2006	2007	2008
利润表数据			
利息收入：贷款	411	412	411
利息费用	284	305	277
净利息收入	127	106	134

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	截至 9 月的会计年度		
	2006	2007	2008
贷款损失准备，净值	—	—	2
扣除贷款损失准备的净利息收入	127	106	132
非利息收入：			
手续费和服务费	21	21	22
其他收入	4	3	8
	25	24	30
非利息费用：			
薪酬	40	41	43
厂房	13	13	14
其他	20	23	25
	73	77	82
税前利润	79	53	80
所得税	31	21	29
净利润	48	32	51
每股盈余	0.66	0.44	0.70
资产负债表数据			
资产			
现金和投资	612	685	229
抵押贷款证券	2 083	1 414	2 234
贷款	5 222	5 290	5 321
其他	282	287	271
	8 199	7 676	8 055
负债和所有者权益			
储蓄	3 900	3 923	3 924
联邦住宅贷款银行预付款	3 269	2 732	2 447
其余负债	167	154	813
总负债	7 336	6 808	7 184
所有者权益	863	868	871
	8 199	7 676	8 055

从表 22-6 中，我们可以得出下列结论。

- **盈利能力**：国会联邦在次贷危机的第一个阶段是盈利的。3 年期间内的股权收益率是 7%。
- **成长性**：公司的资产增长，但净利润保持不变，并在 2007 年下滑。
- **一次性损益**：不像大多数的上市公司，国会联邦公司没有一次性的会计项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **资产结构**：国会联邦是一家传统银行，吸收储蓄，发放贷款。在抵押担保证券上，该公司有巨额敞口（大约22亿美元），表明该机构在其服务领域之外形成了住宅贷款。
- **杠杆率**：该公司的净资产与总资产比率是11%，这对于银行来说较高。资产负债表既没有商誉也没有可辨认的无形资产账户，表示较强的净资产基础。
- **表外项目和衍生品**：公司没有重大的表外项目，例如结构性投资工具、通道或无追索权的融资安排。衍生品交易也屈指可数。

作为对财务报表的补充，国会联邦每年向SEC提供的文件中提供了关于资产结构、资产和负债管理及贷款损失等信息的披露内容。等企业的年度披露内容向大众公开时，距离上一财年的结束已经过去两个月时间，而季度报告中包含的细节比年度报告少得多。尽管缺乏实效性，这种补充数据还是可以使分析师揣测利率变化对现有投资组合盈利能力的影响，并感知到资产质量和管理者承担风险的态度。例如，表22-7显示了国会联邦贷款的结构。超过90%的贷款都是住宅按揭贷款，而不是商业地产或结构性贷款。正如表22-8所示，大部分贷款在5年之后到期。其中只有不到1/3的贷款是浮动利率，因此投资组合的收入本质上是固定的（见表22-9）。公司的储蓄基础是短期的，但随着时间推移呈现出稳定性（见表22-10）。

表22-7 国会联邦金融公司的贷款组合 （单位：10亿美元）

住宅优先按揭贷款	5.0	94%
商业地产	0.1	2%
房屋净值贷款	0.2	4%
	5.3	100%

表22-8 国会联邦金融公司的贷款期限 （单位：10亿美元）

到期款项：		
1年	0.1	2%
1~5年	0.1	2%
5年以上	5.1	96%
	5.3	100%

表22-9 国会联邦金融公司的固定利率和浮动利率贷款

（单位：10亿美元）

固定利率贷款	3.7	70%
浮动利率贷款	1.6	30%
	5.3	100%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 22-10 国会联邦金融公司的存款期限 （单位：10 亿美元）

活期存款	1.4	35%
存单：		
0～6 个月	0.8	21%
7～12 个月	0.7	20%
1～3 年	0.9	22%
超过 3 年	0.1	2%
	3.9	100%

资产与负债的不匹配

我们能够明显看出，国会联邦金融公司的资产（贷款和证券工具）是长期和固定利率的，而其主要的负债（存款和联邦住宅贷款银行预付款）却是短期和浮动利率的。正如大部分银行一样，国会联邦的资产与负债之间的不匹配是一种经典现象（见表 22-11）。如果短期利率下降，银行的资产组合就能赚取更多的利差收入。而当短期利率上升时，就会发生相反的情况。

表 22-11 国会联邦金融公司 （单位：10 亿美元）

	总额	期限	利率
主要资产			
住房抵押贷款担保证券	2.2	长期	固定
贷款	5.3	长期	固定
	7.5		
主要负债			
存款	3.9	短期	固定
联邦住宅贷款银行预付款	2.4	短期	浮动
	6.3		

利差业务中主要的费用是资金成本，因此，正确地预测短期利率对于现金流折现法的分析而言至关重要。

相关的研究报告中，应当根据利率变化和未来的经济衰退（或复苏）来检测银行的盈利能力。

国会联邦金融公司的不良贷款问题在 2006 年至 2008 年期间几乎没有严重到触及准备金的程度（见表 22-12）。这一良好的记录反映出该公司谨慎保守的信贷文化和堪萨斯州当时稳定的

表 22-12 国会联邦金融公司损失准备 （单位：千美元）

	应收贷款
2006 年 9 月 30 日余额	4 433
损失准备	-225
销账	27
2007 年 9 月 30 日余额	4 181
损失准备	2 051
销账	-441
2008 年 9 月 30 日余额	5 791

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济状况。580 万美元的坏账损失拨备仅相当于贷款余额的千分之一。

读者应该已经很容易猜到，银行的管理人员会试图操纵损失准备金账户。他们通过计提更低的损失准备金（实际上应该计提更高）来虚增利润；或向陷入困境的借款人贷出更多款项来推迟损失；以及提供有利的卖方融资条件，推销那些被没收的房地产抵押物。所有这些“罪行”都在金融危机的时候导致了规模巨大的损失。

从业人员使用令人眼花缭乱的财务比率来分析一家银行的历史经营业绩和管理效率。对这些财务比率的深入研究超出了本书范畴，表 22-13 选取了一些比率。这些比率可归为九大类：流动性、存款结构、资产结构、贷款结构、资产质量、资本充足率、盈利能力、利差分析和成长性。分析师以 3 ~ 5 年为基础计算这些财务比率，再与类似公司的统计数据相比，然后应用于财务预测中。显而易见，如果新的（或现有的）管理团队在机构中推行了全新的信贷文化，使用这种历史比率来预测未来就会出现问题。此外，即便是追溯前 5 年的回顾，也可能无法将之前经济衰退的影响很好地纳入到这些财务比率中。

表 22-13 储蓄贷款机构的财务比率

流动性比率
现金和投资性证券对总资产比率
贷款总额对存款总额比率
存款结构比率
固定期限存款对存款总额比率
存折存款对总存款比率
资产结构
抵押贷款对总资产比率
消费贷款对总资产比率
资产质量
非生息贷款对总贷款比率
贷款损失准备对贷款总额比率
贷款损失准备对非生息贷款比率
贷款结构
抵押贷款对总贷款比率
政府担保抵押贷款和 1 ~4 人家庭住房抵押贷款对总贷款比率
固定利率贷款对总贷款比率
浮动利率贷款对总贷款比率
资本充足率
股东权益对总资产比率
有形资产净值（不包括无形资产）对总资产比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

盈利能力比率
资产收益率
股权收益率
效率比率 $=\dfrac{\text{非利息支出}}{(\text{净利息收入}+\text{服务费收入})}$
利差分析
利息收入对总资产比率
利息支出对总资产比率
净利差对总资产比率
年度增长统计数字
每股盈余
净利息收入
存款
抵押贷款

注：许多银行的业务都是多元化的，利差业务只是其经营类别的一部分，因此这些比率的重要性也有所削减。

大型商业银行

相比起国会联邦金融公司，评估那些以货币业务为核心的商业银行则更为困难，原因如下。

- 资产构成：比起专注于住宅贷款板块的国会联邦金融公司而言，大型银行的资产构成更多元化。银行的贷款组合包括对消费者的贷款、对小型和大型企业的贷款、对其他金融机构的贷款、对房地产开发商的贷款、对进口/出口贸易商和其他机构的贷款。信贷文化的重要程度随之倍增。
- 服务费收入：大型银行提供的服务种类比国会联邦多。因而，服务费收入占总收入的百分比也相应更高。
- 业务线的复杂性：随着一家银行规模的扩大，它会提供多种类别的产品，有时候甚至会超越银行基础的借贷业务。大部分以货币业务为核心的银行都是集团公司，会有分别针对交易、信用卡、信托与财富管理以及投资银行等业务的业务线。证券分析师需要对各个产品线进行分析。

表 22-14 总结了摩根大通（J. P. Morgan）的财务业绩，这是一家总部位于纽约的具有国际影响力的大型银行。该银行的业务包括 7 个板块：①投资银行，②国债和证券服务，③商业银行，④资产管理，⑤零售金融服务，⑥信用卡服务，⑦私募股权。请注意非利息收入的多元化来源和大量杠杆的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 22-14 摩根大通公司财务数据摘要，2008 年 12 月 31 日

（单位：10 亿美元，每股数据除外）

利润表数据		
利息收入	73	
利息支出	-34	
净利息收入	39	
信贷损失准备	-21	2008 年的贷款损失增加了 3 倍
扣除信贷损失准备之后的净利息收入	18	总利差收入是 180 亿美元
非利息收入		注意服务费收入的多种来源
投资银行	6	
私募股权	-11	在经历了数年的收入之后，私募股权领域产生了损失
贷款和存款服务费	5	
资产管理	14	
信用卡收入	7	大部分服务费的来源是固定的
其他	7	
总的非利息收入，净额	28	
经营费用	-43	薪酬占了经营费用的一半
税前收入	3	
所得税可扣款	1	
净收入	4	
每股盈余	0.65	
资产负债表数据		
总资产	2 175	
贷款	745	贷款是总资产的 1/3
贷款损失准备	-23	证券和交易性资产占据了总资产的其余 1/3
存款	1 010	
所有者权益	167	所有者权益是总资产的 8%

注：摩根大通的总资产收益率（0.2%）和净资产收益率（2%）遭受金融危机的冲击，但资产负债表仍然比其大部分同行更好。

银行股估值的要点

银行的财务报表只能说明问题的一部分。一家银行保持盈利水平的能力不仅取决于其财务指标的强劲，也依靠其管理水平、声誉、信贷文化和交易处理的基本架构。银行是周期性服务行业，一些银行提供服务和吸引客户的能力比其他银行更好。估值中则比较强调市盈率和价格/有形资产账面价值比率。对于银行股，分析师不使用 EBITDA 倍数指标。贷款作为大部分银行的核心资产极少具有超过历史成本的市场价值，因此从业人员会密切关注股市价格/有形资产账面价值比率。过高的股市价格/有形资产账面价值比率是一个危险信号，即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以成长为导向的银行股票，这一比率也很少会打破 2.0 这个界限。银行间的并购交易很普遍，专业的投资人会购买具有并购潜力的股票。

大型银行较大的规模和多元化经营性质使得从业人员的分析工作成本昂贵且消耗时间。贷款和证券组合的价值会随着资本市场的变化而改变，九月的季度报表到了 11 月时，可能已经是过时的了。从局外人的观点来看，大型商业银行的本金和交易功能本质上是个“黑匣子”，这表示很少有足够的信息来评估这个板块的盈利能力和风险。现如今的银行会在 SEC 报表中披露比以往更多的信息，但会计处理的复杂性和阐释的深度则意味着，大型银行股票的风险将继续比其他板块更高。对冲基金 MKP 资本管理公司的安东尼·莱姆克这样概括这种状况：“在缺乏明确度的情况下，投资者将假定一个保守的价值，然后加上一个风险溢价。”

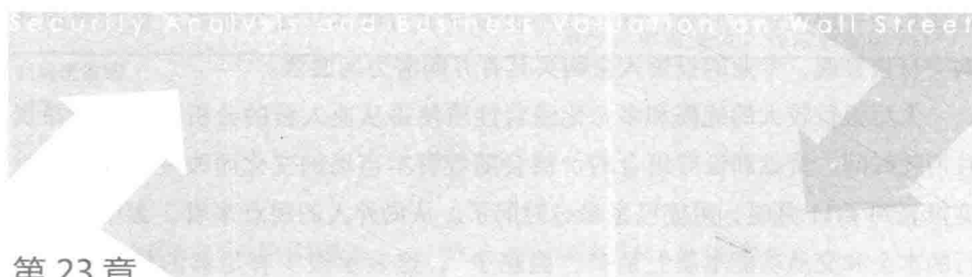
小结

金融企业资产和负债的特性决定了在估值过程中会使用到新的词汇和不同的财务比率。然而，基本的估值方法与工业类股票是一样的。对银行的历史财务报表分析，分析师也使用同样的四个工具来评判业务行为和业绩。这一过程有助于对企业的理解并提供特定的预测指标。财务预测应用前文提过的自上而下的方法，估值的结论立足于相对价值分析和现金流折现技术。

利差业务即以一个利率借入资金，再以更高的利率贷出款项。借贷是一种商品交易，合理利润的产生取决于管理层坚持保守的信贷文化、发掘机构特有优势和保持低交易成本的能力。作为对金融资产流动性的一种体现，这类企业的杠杆率较高，而资产/负债管理成为重要课题。除了信贷业务之外，大部分金融企业也提供各类配套服务以产生服务费收入。对于较大的银行，这类服务业务有时候会超越基本的利差业务。

银行股是周期性的投资。贷款的增长与经济表现同步，经济疲软时，坏账率会增加。在过去几年，作为预先制止全球衰退的手段之一，美国和其他国家政府已经投入巨款来保护金融行业不会“自食恶果”。这些举措主要是使债权人受惠，即便由于银行股价一直高于 0，银行股东也得以获得避免银行失败的好处。这些经修订的监管机制不太可能阻止下一次危机。由于债权人可以受到主权政府的保护，因而股权投资人将成为行业的纪律执行人员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第23章

保险公司

保险公司也是金融行业中的组成部分，但它们的主要产品与提供利差信贷的企业不同。第23章讨论如何评估保险公司的股票。

在第22章，我们对金融股票的研究覆盖了利差信贷企业——即商业银行。本章我们将通过考察保险公司来继续探讨金融业企业的估值。

保险公司通过提供风险承担的服务获取利润。通过保险合约，保险公司能够对蒙受特定意外事件或危险的客户做出补偿，这类意外事件或危险在保险公司与客户订立合约时是无法事先预测到的。许多保险公司也参与利差借贷和资金管理业务，作为对风险承担业务的补充。

总体背景

以获取一定费用（即保费）为条件，保险公司要对其客户（即投保人）的预期损失做出补偿。引发损失的事件，诸如火灾、事故或洪水等，会在保单中明确界定，这些事件的严重性足以使客户希望避免这种损失发生。例如，即使房屋在任意给定年份中被烧毁的可能性微乎其微，比如只有千分之一，但这种事件导致的经济损失（大约50万美元甚至更多）对于一般业主而言近乎不堪设想。相比之下，为了免受损失而每年承担600美元上下的保费就实在算不上多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的开支了。

保险公司承担他人希望避免的那些风险，其通过遵循3条基本原则获取利润。

（1）可预测事件。保险人坚持承担那些过去发生频率和损失程度已知的风险（比如，火灾、交通事故和死亡）。目前，保险行业在那些“未知”领域已经遭遇到一些问题，如危险物料和产品责任领域。

（2）大数法则（law of large numbers）。这一数学原理的内容是，对随机事件观察的次数越多，实际结果越可能接近期望值。比如，对10万家房屋提供火灾保险的公司对每年发生损失的估计，比承保了100家房屋的保险公司准确得多。成功的保险公司依靠广泛的客户基础分散它所承担的风险，如果没法做到，他们也会找其他保险人对这些风险进行再保险。

3. 投资收益：许多保单为风险提供长期保障。随着投保人支付保费，保险公司将这些资金用于投资，当损失发生的时候再支付现金赔偿。这一过程产生的投资收益是保险人资金的重要来源。

因而，保险保单的定价代表了概率法则和资金的时间价值的一种有趣的结合。其余的影响因素包括：①营销——担保保单的成本；②承销和理赔——选择承保风险，确定费率并处理索赔；③利润。图23-1中列示了这些类别。

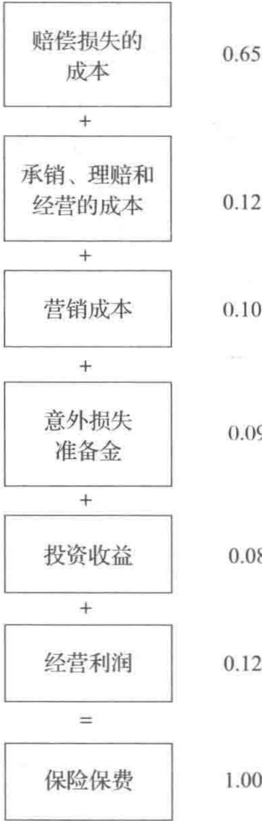


图23-1 保险保费的主要组成部分（单位：美元）

资料来源：From *Introduction to Risk Management and Insurance* by Mark Dorfman (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2007).

保险公司的基本职能

保险公司分为两大类别：①财产和意外事故保险公司，②人寿保险公司。对这两类保险公司的分析是有区别的，但二者的基本职能是相似的（见表23-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 23-1 保险公司的职能

1. 费率制定	4. 损失调整和理赔
2. 销售和营销	5. 投资管理
3. 承销	

资料来源：*Essentials of Insurance* by Emmett Vaughan and Therese Vaughan（New York：John Wiley & Sons，1995）.

费率制定

费率制定是指为保险公司的保单确定价格。保单不同于汽车之类的商品可以在出售之前获知制造成本，保单的成本是基于对损失发生率、投资收益和通胀率的合理推测得出的。保险公司会聘请一类专门的数学家，即“精算师”来研究保险中涉及的统计和金融变量，制定能够覆盖损失、经营成本和获得利润所需的费率。

销售与营销

保险产品主要是通过独立代理（或经纪人）进行销售，这些人同时代理一家或多家保险公司类似的产品。他们以佣金的形式获取酬劳。

承销

保险公司并不会批准所有要求投保的客户。相反，它会在申请人之中精挑细选，寻求那些发生损失的概率与精算师费率制定的框架相符合的申请人。例如，大多数汽车保险公司拒绝为有过酒后驾车犯罪记录的人员提供保险，因为他们发生损失的风险不在制定费率时的参数范围内。承销人员必须拥有一个客户池（即投保人），这些客户实际发生的损失记录要与精算师假设出来的一个群体的预计损失接近。这样，保险的费率就会与客户风险的期望值保持一致。

承销过程涉及大量的判断，并需要收集有关申请人的信息。例如，一个工人的薪酬保险可能要求承销人调查申请人所在的工厂。一份人寿保险可能涉及对投保人的体检。在保单能够续保的情况下，如果投保人的损失记录确实不尽如人意，则保险公司可能有权取消保单（或提高费率）。

损失调整和理赔

当发生损失后，投保人会告知其保险公司。在人寿保险中，理赔金额是在签订保单之初已经确定好的固定金额。而在财产与意外事故保险中，保险公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的义务是使投保人能够在财务角度保持诚信（即投保人不能从损失中获利）。调查损失、确定保险公司是否有义务支付赔偿并估计损失的经济影响，是损失理赔师（loss adjuster）的工作。

在许多理赔工作中，会存在投保人与保险公司之间针对财务损失规模的争论，在其他的理赔中，争论的焦点是保单能否实际覆盖理赔事件。此外，大量的保险理赔都是有欺诈性的。损失理赔师力图解决这些问题。

对保险公司自身的组合进行投资管理

保险公司会雇用全职的专业投资人员。由于保费都是提前支付的，而作为理赔的现金支出会在许多年之后才发生，保险公司可以将现金进行投资获得收益。保险公司偏好那些可预测的投资级、固定收益类证券产品。财产和意外事故保险公司通常会选择短期到中期的证券，这反映了其负债的时间跨度和行业的周期性特点。人寿保险公司更倾向于选择中期到长期的债券产品。人寿保险公司能够较为准确地预测其负债，因而可选择期限更长的产品获得更高收益。

同样，这些专业投资人员还管理保险公司的利差和资金管理业务，对于保险公司而言，相关的投资组合在很多情况下都极为类似。

保险公司的失败，问题往往都出在投资组合的失败上，激进的保险公司会在组合中承担额外的风险（相较于投资级的债券而言）以确保更高的潜在收益。例如，美国国际集团（AIG）的管理层试图提高投资收益，就签订了衍生品合约，这些合约保护其他公司在数十亿摇摇欲坠的按揭贷款组合中的损失。最后，债权人获得了1 400亿美元的政府救助，但美国国际集团的股东却被搞垮了。

保险公司的监管

美国保险公司的主要监管者是州政府，各州都有一个保险部门来监管本州内保险公司的运营。除了纽约和少数几个其他州之外，大部分监管者相比起大型保险公司来都显得势单力薄，并且和他们的联邦银行监管同僚们一样，州监管机构收到的也都是过时的信息，大部分保险公司每年只进行一次详细的监管备案。在缺乏强硬的州监管机构的情况下，独立的公开会计师和顾问精算师（二者都是为了编制财务报表而聘请的）成为公众利益的重要守护者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务报表分析：财产险与意外事故险公司

在本书所提及的所有产业里，财产与意外事故保险公司是分析起来最为复杂的业态之一。这类保险公司的财务报表涉及扑朔迷离的时间表和统计矩阵。此外，许多公司财务报告的基础都非常薄弱。许多财产与意外事故保险公司的财务结果都基于对不确定结果的精算估计，有位保险公司的高管曾经告诉我："保险业是少数几个没有真实利润的行业之一。"读者们当然懂得，许多公司的财务报表都会包含一些"瞎猜"，只是财产与意外事故保险公司格外依赖于这一点。

表 23-2 提供了 Progressive 公司利润表的摘要数据，这是一家专门从事非标准汽车保险的财产与意外事故保险公司。"非标准"意味着对那些高风险驾驶员提供保险，例如有酒后驾车的违法纪录、被开过多种超速罚单或拥有昂贵跑车的人。读者可以注意到通常利润表中的"销售收入"账户在此为"实收保费"。Progressive 公司的大部分支出都是理赔和损失调整费用。

表 23-2 Progressive 公司利润表数据（截至 2008 年 12 月 31 日）

（单位：10 亿美元）

	2007	2008
收入		
实收保费	13.9	13.6
投资收入	0.7	0.6
证券的已实现损失	0.1	-1.4
总收入	14.7	12.8
费用		
承保费用	10.0	10.0
损失和损失调整费用	1.4	1.4
展业费（营销）	1.5	1.5
其他承保费用	—	—
总承保费用	12.9	12.9
其他费用	0.1	0.1
利息费用	0.1	0.1
总费用	13.1	13.1
扣除所得税前的利润（损失）	1.6	-0.3
所得税	-0.5	-0.1
净利润	1.1	-0.2

注：次贷危机相关的证券损失影响了该公司 2008 年的财务业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润表数据

实收保费

这个项目不等同于当年实际以现金形式收到的保费。根据会计的权责发生制原则，一笔在2008年6月30日预付的1 000美元的保费（保单期限为一年），只能在2008年计入50%的收入。未计入的500美元，根据权责发生制应该计入2009年上半年的收入。而2008年12月31日，500美元的现金资产则被资产负债表上500美元的预收保费负债抵消了。

投资收入

这一项目主要包括固定收益组合所产生的利息和股息收入。

证券的已实现损失

Progressive公司过往历史上的证券损失非常有限。但2008年的金融危机暴露了该公司在次级借款人身上的敞口过重，这个板块的损失极其严重。

损失和损失调整费用

这些项目反映了支付和处理已知理赔，公司确信已经发生但还未收到理赔报告的索赔事件的估计成本。尽管这些估计是由专家做出的，仍存在不确定性。读者们都了解，即便是日常交通事故的成本，也可能需要很多年才能全部完成，特别是当事人声称遭受了痛苦与折磨时。随着时间的推移，损失准备金与实际的现金支出会更好地匹配起来，因而保险公司会定期对损失准备金做出调整。因此，当前的盈利会时常受到之前事件的影响。

激进的管理层可能会经不起诱惑，试图通过降低损失金估计的方法来暂时虚增会计报表的利润。如果精算师不采取合作的态度，分析师短期内将对此无能为力。然而，长期来看，财务报表和给监管机构的报告中，会显而易见地看出损失准备金不充足。

综合赔付率

保险行业的分析师会在分析中运用标准的财务比率和一些行业的特定比率。财产和意外事故保险中最常见的是综合赔付比率，这一比率剥离出投资组合的业绩，以测量保险公司是否从其纯保险业务中真正盈利。当综合赔付率低于100%时，说明保险公司从保险业务中获利。而这一比率高于100%时，则表示保险业务出现损失。表23-3是针对Progressive公司2008年的比率计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 23-3 Progressive 公司综合赔付率的计算，截至 2008 年 12 月 31 日

（单位：十亿美元）

综合赔付率	=	$\frac{损失和损失调整费用}{实收保费}$	+	$\frac{展业成本和其他承销费用}{实收保费}$
综合赔付率	=	$\frac{10.0}{13.9}$	+	$\frac{2.9}{13.9}$
综合赔付率	=	72%	+	21%
综合赔付率	=	93%		

注：Progressive 公司 93% 的综合赔付率相对较低。许多财产与意外事故保险公司的综合赔付率是 100% 甚至更多，相应有更高的投资收益。

在审查财产与意外事故保险公司的利润表时，读者应该记住，财产与意外事故保险业务在美国更多是由大量的上市公司经营，这一行业也更为成熟和合理分散化。价格和销售能力是这一行业关键的竞争要素。此外，任何年度的盈利能力都应能依据财产与意外事故行业的周期背景进行评估，《风险管理和保险的精要》（*Essentials of Risk Management and Insurance*）一书极好地描述了这一特点：

> 财产保险和责任保险行业是高度周期性的，一个阶段的盈利会伴随下一个阶段的损失；保险市场可以被定性为"硬"或"软"，取决于在周期中所处的阶段。当保险公司处于承保业务盈利的阶段时，就说保险市场是"软"的，保险公司会通过降价来增加其市场占有份额。降价不仅包括费率绝对水平的下调，也包括放宽承销的标准。这一举措的自然结果就是损失的产生，导致市场变"硬"，保险公司在这个阶段会提高价格，采用更严格的承保标准。

资产负债表数据

表 23-4 展示了 Progressive 公司的资产负债表数据。正如所有的财产与意外事故保险公司一样，Progressive 公司的资产也完完全全是金融属性的。负债则主要由预收保费（unearned premiums）和损失准备金构成。

表 23-4 Progressive 公司资产负债表数据摘要（2008 年 12 月 31 日）

（单位：10 亿美元）

资产	
投资	
公司债券	9.9
优先股	1.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

普通股	0.7
货币市场投资	1.2
总投资	13.0
应收保费	2.4
其他资产	1.9
设备与不动产净额	1.0
	18.3
负债与所有者权益	
预收保费	4.2
损失和损失调整费用准备	6.2
应付及其他	1.4
长期负债	2.2
总负债	14.0
所有者权益	4.3
	18.3

注：保险公司的资产几乎全部是金融属性的。

投资

Progressive 公司超过 3/4 的投资都是期限低于 5 年的投资级公司债券。较短的期限有助于最小化利率风险。超过一半的股票投资是固定股息的优先股。这样的投资组合反映出 Progressive 公司偏好那些固定收益的投资，在需要释放流动性时，这类投资可以轻易变现。像银行一样，保险公司的信贷文化也非常重要，分析师会针对利率变化和未来的经济衰退来测试投资组合。2008 年时，许多公司之前的 AAA 级次级债投资都出现了坏账，管理层只能亏损出售。

预收保费

Progressive 公司的保费都是提前预收的，在会计年度内不可避免地会有一部分尚未满期的保费。这一项目是现金收入的抵消账户，属于在会计概念中尚未实际赚到的项目。

损失和损失调整费用准备

在评估财产和意外损失保险公司的股票时，损失准备金的充足与否是重要的考察因素。准备金的估算基于对历史经验、已知事实和具体情况分析的综合评估。因而，准备金账户具有人为判断的性质，缺乏许多其他会计分录应有的精确性。由于与损失准备相关的理赔通常会在很多年之后才会发生，保险公司很容易就会克扣准备金（类似于激进的贷款人发放高风险贷款，却保持较低损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失准备)。2005 年的卡特里娜飓风严重打击了保险公司，因为其损失准备远远不够。

为财产和意外事故保险公司进行审计的独立第三方会计师事务所，当然会审查损失准备的估计。但真正彻底的检查则是由独立的精算咨询公司来执行，其会就损失准备的充足程度出具书面意见。这种每年一度的检查是应州政府监管当局的要求进行的，州政府是监管保险公司的主要政府机构。除了精算咨询公司的意见和财务报表数据之外，监管层还会审查财产与意外事故保险公司损失准备的补充资料，并进行不定期的现场审计。正如银行业的情况一样，保险业的监管层基于过时信息的处理也会大大妨碍他们的监管效率。

从业人员可以通过访问各州的保险部门来获取未曾在 SEC 报告中发布的相关数据信息，一些公司也会应个人的要求向他们寄送数据。关于损失储备的信息包含在这些文件的附表 P 中（Schedule P），它们中的一些也会出现在 SEC 的文件中。对于初学者而言这些表格比较难以理解。表 23-5 提供了对 Progressive 公司损失和损失调整费用（loss adjustment expenses，LAE）变化的一部分合并报表分析。

表 23-5 Progressive 公司损失和损失调整费用的分析

（单位：百万美元）

	会计年度结束于 12 月 31 日				
	2004	2005	2006	2007	2008
损失和损失调整费用准备	4.9	5.3	5.4	5.7	5.9
重估准备：					
1 年之后	4.6	5.1	5.4	5.7	
2 年之后	4.5	5.1	5.5		
3 年之后	4.5	5.1			
4 年之后	4.5				
累计超额准备	0.4	0.2	0.1	0.0	
占最初估计准备的百分比（%）	9.6	4.1	-2.0	-0.6	

注：该表显示了损失准备估计与实际损失的符合程度。通过 4 年的经验下来，2004 年最初的损失准备估计从 49 亿美元下调到 45 亿美元，超额准备为 9.6%。随着超额准备的减少，2004 年到 2008 年的趋势显示了损失准备的轻微下降。

表 23-5 显示了 Progressive 公司在 2004 年和 2005 年都过高估计了损失准备的需要，而 2006 年和 2007 年又低估了。例如，2004 年该公司为当年承保的保单提取了 49 亿美元的损失准备。一年之后的 2005 年，经过对理赔记录的分析，精算师得出结论认为仅需 46 亿美元的损失准备就足够了。到了 4 年之后的 2008 年，2004 年的大部分理赔都已经结清，而损失准备估计（包含了所有已支付理赔额）下降到了 45 亿美元，这比最初的估计低了 9.6%。类似的超额准备发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于2005年，反映了医疗费用的通胀率低于预期，而这是一个降低汽车事故成本的贡献因素。在2006年和2007年，由于理赔损失高于预期，修正过的损失准备估计显示出轻微的不足。这些因素表明该公司需要更严格的承销标准或更好的成本控制措施。

财务报表比率

保险公司负债的不确定性和州政府监管层的保守倾向，限制了财产和意外事故保险公司的负债能力。债务对资本总额比率超过30%已经是非同寻常了，大部分保险公司的这一比率是20%或更低。要评估保险公司的成长性、盈利能力、经营状况和杠杆率，从业人员需要大量计算之前经营结果的比率评估未来的趋势，并对该公司与类似公司做比较。Houlihan Lokey Howard 和 Zukin 的估值专家杰克·波卡（Jack Berka）和李·谢帕德（Lee Shepard）提供了关键比率的特性（见表23-6）。

表23-6 财产和意外事故保险公司的关键财务比率

成长性

- 实收保费的增长率
- 总收入的增长率
- 总资产的增长率

营利能力和经营状况

- 损失比率（包括损失调整费用）是损失和损失调整费用占实收保费的比率（1）
- 承销费用（包括展业费）对实收保费的比率是测量总体经营成本的指标（2）
- 比率（1）和比率（2）相结合是测量投资收益前承销利润的指标
- 投资收益对实收保费比率是盈利能力和资本充足率的双重测量指标
- 投资收益对平均投资额比率测量了投资组合的业绩及其风险
- 经营利润（EBIT）对实收保费比率和EBIT对总收入比率测量无债务基础上的整体盈利能力
- 税前收入对实收保费比率和税前收入对总收入比率测量了偿债后的整体盈利能力

覆盖率和资本充足率

- 损失准备对资产净值比率是测量整体资本充足率水平的最佳指标
- 实收保费对资产净值比率测量了新业务占资本比率，如果这个指标超过了2.0，则该公司就会被认为在新业务开展中缺乏相应的资本

资料来源：Jack Berka and Lee Shepard, "Insurance Underwriting Companies," in James Zukin, ed., *Financial Valuation: Businesses and Business Interests* (Warren, Gorham, and Lamont, 1995).

人寿保险公司

不同于财产和意外事故保险公司，人寿保险的保单支付金额是固定的，且死亡率的变化极小。因而，人寿保险公司的损失预测比财产与意外事故保险公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的预测精准得多。发生的问题往往集中于投资组合或保单获取费用方面。相应地，对人寿保险公司的分析需要更多留意投资和保单获取费用，而非损失准备。

人寿保险公司历来会将保险功能与储蓄功能相结合。直至20世纪80年代，该行业都主要开展终生人寿保险，投保人支付的保费在保单期限内逐步积累，形成现金价值。通过这种累积的现金价值形成收益的所得税被递延了，这使得保单的储蓄性与类似的固定收益类投资相比具有更大的吸引力。随着货币市场、债券和股票共同基金的发展，大多数客户将终生人寿保险替换为定期人寿保险产品。这一变化迫使人寿保险公司为了获得投资资金而投入到更为激烈的竞争中。结果则是，现代的保险公司升级了他们的投资业务，增加了两大功能：利差借贷和资金管理，这些业务可能与保险销售同样重要（取决于不同的公司）。由于其产品具备所得税递延的特性，且要受到州政府监管层的监督，人寿保险行业极不情愿称自己的业务为利差业务。取而代之的是，固定收益类产品被称为年金，客户的储蓄则被称为保费。然而，年金的提供者公然宣传他们的收益率，正如银行推广他们的大额定期存单利率那样，公司还披露各自投资获取的收益，以及在约定的年金回报率之间赚取的差额。例如，2008年Protective人寿保险公司的利差接近0.7个百分点，足以覆盖经营费用、年金支出和贷款损失。资金管理业务将股票市场类的产品打包进保险公司产品，允许客户实现股票收益。

由于死亡率的可预测性和对利差业务的重视，人寿保险公司往往倾向于扩大资产负债表上的资产方收益。因此，分析师除了研究人寿保险公司的财务报表，还要关注他们的投资组合。由于人寿保险公司持有的投资多数是公司债，因而了解该公司的信贷文化十分重要。资金管理业务也有风险，特别是当股票市场的风险没有被很好地对冲时。宏利人寿保险公司（Manulife Inc.）是一家重要的股票挂钩年金产品的发行人，将其损失准备金从2007年的5亿美元提高到2008年的50亿美元。正如许多有类似困境的保险公司一样，董事会没有因为这些重大损失对管理层采取任何惩罚措施。

表23-7和表23-8显示了Protective人寿保险公司的财务数据。请注意，投资收益净额占据了2/3的总收入。保单和年金支付占据了大部分费用。净资产仅占总负债的2%，这反映了2008年的重大投资损失。这些统计数据更像是一家银行而非传统的人寿保险公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 23-7 Protective 人寿保险公司利润表数据摘要

（单位：百万美元）

	会计年度截至 12 月 31 日	
	2007	2008
利润表数据		
收入		
保险保费	2.0	2.0
年金费用	0.7	0.7
再保险费用	-1.6	-1.6
	1.1	1.1
净投资收益	1.7	1.7
已实现投资损失	—	-0.5
其他收益	0.2	0.2
总收入	3.0	2.5
保险赔偿费和其他费用		
保单和年金支付	1.9	2.0
其他保险赔偿费和费用	0.7	0.6
所得税前利润	0.4	-0.1
所得税	-0.1	—
净利润	0.3	-0.1

注：Protective 人寿保险公司除了受到2008 年次贷危机相关的债券投资的损失，其余的数据指标是稳定的。

表 23-8 Protective 人寿保险公司资产负债表摘要数据

（单位：百万美元）

资产负债表数据	2008 年 12 月 31 日
资产	
公司债	20.1
抵押贷款	3.8
其他投资	2.7
总投资	26.6
再保险	5.3
递延展业成本	4.2
其他资产	3.5
	39.6
负债和所有者权益	
保险保单	18.3
年金	16.6
其他负债	3.9
总负债	38.8
所有者权益	0.8
	39.6

注：投资组合以公司债为主，大部分是投资级的债券，但公司却在2008 年受到这类证券的严重影响。衍生品的敞口非常有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小结

保险公司存在一个特殊问题，即如何匹配资产和负债。当保单出售时，其收到保费收入，但由于相关损失未来才会发生，因而保单的最终成本是不确定的。所以保险公司的盈利能力相比许多工业企业而言，具有更多的不确定性。

精算师对损失准备估计的准确性取决于承销的保险类别。例如人寿保险公司的理赔费用比起财产和意外事故保险公司就更容易预测。一家保险公司估算未来保险损失的经验会在公开文件中披露，然而，正如读者所知，仅仅依靠过去推导未来是片面的。对多元化保险公司的利差业务和资金管理业务的评估，需要分析师使用评估银行借贷业务相同的分析手段。

保险公司主要的资产是公司证券，因而资产结构和信贷文化是分析的重要一步。许多保险公司过于信赖 AAA 评级，购买了大量次贷相关的债券，这导致了它们的资产价值在 2008 年金融危机中大幅下跌。对发行人的股票研究报告应该检测投资组合的价值和应对未来衰退和利率变化的多元化程度。对公司的年金合约也应该进行类似的工作，与评估资本市场的表现紧密相连。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 24 章

高度投机性股票

对于有着令人信服的商业模式，但是没有过往销售和盈利业绩的公司，风险投资家是其典型投资者。这些高风险的公司在它们的商业计划完全付诸实施之前，时不时地还会把自己推销上市。

大概所有的读者都有过这样的经历：某位经纪人打电话向你极力推荐一只“不容错过”的股票，即使他们吹捧的公司尚无业绩记录。通常情况下，这类销售技巧着力强调吹捧股票的“无限潜力”，通常还要与某种新科技、潮流或风尚沾边，投资者也是普普通通的人，有时也会让贪婪与冲动蒙蔽了眼睛。但长期来看，最好不要让奢望和梦想成为决策的动力。同本书描述的其他种类股票一样，对高投机性股票采取估值有助于投资者建立起理性的投资方式。

本章将介绍专业人士估值投机性成长股的几种方法。

- 折现现金流法。分析人员使用较高的贴现率（25% ~30%）和更具想象力的预测来给业务做定价。
- 相对价值法。由于缺乏用来进行比较的销售额、现金流和盈利等统计数据，使用相对价值法的应用基础就较为薄弱，因此相对估值法依据预计5 年内稳定业绩的预测。这时可以使用 PE、EV/EBITDA 等估值乘数。
- 风险资本成本加成定价法。如果风险资本家在某次公开发行一年前，为每股出资 10 美元，那么 15 美元的价格就是公开发行比较合适的出发点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背景

一般情况下，几乎没有销售额、现金流景和盈利历史资料的公司是不适于公开上市的。它们经营风险的预期水平较高，价格的波动性较大。因此更适合由风险资本家、私募股权基金（PE）和大型企业等经验丰富的私人投资者来处理。然而，公开市场上某些投资者会不时感染上不恰当的乐观情绪，令这些投机性股票大受欢迎。例如，2008年年初新兴能源类股票上演的正是这样一幕。

一旦某种特定行业引起了更多投资者的兴趣，这一行业公司的首次公开发行很快就成为市场的主流。地区性的投行或者精品小投行不再从事它们的承销，这些交易转由美林、高盛等著名大型投资银行来执行。这使发行公司的可信度大大提高。此外，随着股票价值的增加和交易规模的扩大，风险资本家和《财富》500强公司等发起人，会将他们的高投机性投资部分地出售给公众，以此来减少财务风险。出售的价格往往要比创办者的成本高得多。

例如，在2007年随着油价攀升至100美元/桶，加上国会制定的特殊税收优惠，新型能源公司成为当时红极一时的股票。一家名叫BioFuel的小型初创公司在它的首次公开发行中出售了价值6 600万美元的股票，寄希望于两个乙醇工厂的建设。但是玉米价格在一路攀升，乙醇的经济效益并不稳定。在IPO时公司需要5 000万美元才能刚好完工第一家工厂，第二家工厂需要靠成本更高的债权融资，这会危害到将来的盈利空间。然而，当时华尔街的三家大投行，JP摩根、花旗集团、贝尔斯登做了这次IPO主承销商。它们提供的资料特别强调了所有权主要持有人作为亮点：拥有数十亿资本的大型多元化企业美国嘉吉公司（Cargill）和著名的对冲基金绿光资本（Greenlight Capital）。这二者都在早先的时候以每股5美元买入该股票。这两家投资者的光环大大吸引了机构和个人投资者参与IPO，然而在之后的数月内，股票价格急剧下落。

股市情绪最火爆的时候就是投机类股票上市的最佳时机。无数绩优股的成功上市可以为资质差的股票提供保护伞，避开投资人的详细考查。此外，正如在第3章中提到的，承担首次公开发行收取的佣金是通常佣金的5~6倍。所以经纪人有额外动力去推销最没有投资价值的股票。他们已经走到了“出售煎牛排时的嗞嗞声，而不是牛排本身”的地步，并时常鼓励客户去大胆打开后市想象空间。由于交易涉及更加深奥的业务或技术，股票经纪人也懒得费力去理解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，我们就必须留意销售人员的一条古老格言了：“不用告诉我它的原理，只要给我个卖点就行！”（见表 24-1）。

表 24-1 对投机类股票的一些共识

- 与公司市值规模相称的盈利记录很少甚至没有
- 公司不盈利，净现金流为负
- 公司从事的行业炙手可热，获得媒体广泛报道
- 公司的一点小成就也会在媒体上大肆渲染
- 公司获得能量极高的投资者支持，例如知名的对冲基金、风险投资基金和大型企业。人们通常认为这些投资者对他们的业务非常精通，因此经验浅的投资者会亦步亦趋。然而最早的这批投资者并没有在股价上扬后增加持有的股份
- 公司获得了知名投行的研究覆盖

自然而然地，这些不确定性的投资对象中有些是非常成功的。投资人能获得初始投入 50 倍的收益。谁不想在谷歌初创时就进入呢？但是，投机性的 IPO 遭遇的另一种相反情况是短期内股价飙升，继而梦想破灭，股价长期下跌。关于投资者涉足未经验证的领域，一位长期从事投资的银行家沃尔夫冈·德米希（Wolfgang Demisch）在一次新股发行过程中提醒投资者说：“他们在开拓新的业务领域，因而他们是先锋，先锋最容易被箭射中。”

本章并不是要全面否定这些投资，而是要给读者提供一个评估的理性框架。这样公司经营风险就可以作为估值的基础，而不是靠能言善辩的销售人员吹嘘的言辞。

折现现金流

与对成熟期企业的估值相同，对新生期企业的估值同样始于自上而下流程。分析师应当明白公司在行业中的地位和影响这一行业的经济指标。这一过程的重要起点是财务分析。初创期企业没有历史记录，分析师只能通过以下信息来进行预测：①管理层陈述；②其他类似初创期企业的早期经营状况；③进行逻辑推理。Murphy Analytics 公司的分析师总结了这一流程：

> 评估初创期公司与评估 IBM 这类企业只看历史业绩的方法有着天差地别。你需要真正做判断的是经营模式（从财务角度）和市场机会。仅仅达到收入目标还不够，你还需要透彻研究可比类公司的商业模式，搞清楚目标公司如何能够赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了应用这一方法，潜在投资者需要建立一个合理的未来财务数据模型，尽管某些假设可能全靠信仰。在通常情况下，股票在3~5年内不会发放股利，它的净现金流为负。5年后盈利转正，可以假定与成长性确定的企业有相同的市盈率倍数，如20倍。投机性股票的贴现现金流预测采用下面的公式

$$\text{股票价值}=\frac{\underline{2010}}{\frac{0}{(1+k)^1}}+\frac{\underline{2011}}{\frac{0}{(1+k)^2}}+\frac{\underline{2012}}{\frac{0}{(1+k)^3}}+\frac{\underline{2013}}{\frac{0}{(1+k)^4}}+\frac{\underline{2014}}{\frac{0}{(1+k)^5}}+\frac{\underline{2015}}{\frac{P/E\times EPS}{(1+k)^5}}$$

式中 P/E——成长类公司预测的2015年动态市盈率；

EPS——2015年目标公司的每股盈利；

k——估计的贴现率。

财务预测的步骤与本书前述复杂过程类似，但是分析师必须对销售额、产品成本、广告费、研究和开发费用等许多基本项进行估计。这使本来就不高的预测可信度大大降低。为了对新行业的高风险特性进行补偿，分析师会提高贴现因子k，使它远远超过已成熟的成长性公司做财务预测时的数值。如果蓝筹股贴现系数为15%的话，从业人员对未经市场检验的新行业应用的贴现率将会是30%。

为了说明分析师如何为这类股票估值，下一节我们将考察一只投机性股票作为案例研究。

案例研究：巴拉德动力

早在2009年，巴拉德动力公司（Ballard Power Systems）重新调整了自身定位，集中到燃料蓄电池上，该领域正好迎合了当时炙手可热的新能源汽车板块。公司的业务收入一般，投入了大量的研发费用（用来研发更新更好的产品），导致不小的亏损。证券分析师的普遍预测是接下来两年仍将继续亏损。就在几个月之前，公司刚刚出售了价值3 400万美元的普通股，意味着对于带有众多问题的业务估值为4亿美元。2008年金融危机之后，公司股价下跌了80%，只有1美元。

一名理性的分析师会如何判断巴拉德股票？

在进行下一步的折现现金流（DCF）分析之前，让我们先回顾曾经鼓舞了投资者们购买巴拉德股票的正面因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 关键正面因素

- 热门行业。2008 年和 2009 年，华尔街似乎是被新能源行业冲昏了头脑。当时油价更是创下了 140 美元/桶的历史新高。
- 高科技概念。除了属于新能源行业的玩家，巴拉德也是高科技行业股票。在能源技术方面领先是它运营业务成功的关键所在。华尔街向来钟爱高科技公司。
- 更具诱惑力。新的电池技术可以让顾客，特别是仓库运营商更高效地运行叉车，停工维修时间更短。期初的资本投入变高了，但是投资回收见效快，只需要 2 ~3 年时间。目前用户数呈上升趋势，但盈亏平衡仍不确定。
- 引人瞩目的支持者。大型公募基金 Invesco 持有 10% 的股份。在此之前戴姆勒和福特汽车都是巴拉德的投资人。他们会把成功带给新的股东吗?
- 著名的客户。公司的价值可由它的合作者而知。巴拉德设法让 Central Grocers 和 Exide Technologies 成为其客户。

2. 主要风险

巴拉德公司的股票有吸引人的一面，但也涉及下述相当程度的风险。

- 需求不确定。巴拉德短暂的历史资料不足以作为推断需求曲线的基础。分析人员只能采用其他方法。他们将其产品视为老式铅酸电池的替代品，但是如前所述，新燃料电池成本更高。此外，想办法让客户尝试任何新东西都是一项挑战。
- 研发费用。为了吸引客户，巴拉德公司在研发上进行了大量投资，导致净利润为负，并且现金流枯竭。当产品线成熟后这些成本应当会下降，但是巴拉德并无法保证研发费用未来会物有所值、获得回报。
- 竞争。其他更有实力的公司也在制造燃料电池，好在巴拉德公司定位于小的细分市场，主要为叉车和电信公司的后备电源制造电池。

财务预测

在这些正面和反面因素的相互作用下，直接去看一下巴拉德公司的合并财务预报会很有帮助，同时反映了卖方分析师和管理层的看法。在两份报告里，他们都会遵循第 11 章中概括的 5 个步骤。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）**潜在市场**。评估新产品在全球范围内的长期需求。

（2）**目标公司的市场份额**。预测新产品被接受后目标公司可能占有的市场份额。以单位产量和金额来表示市场份额。

（3）**收入**。在预计单位产量的基础上估算收入。

（4）**利润表**。从收入中扣除合理的费用估计，以此来编制利润表。从预计资产负债表和现金流量表中得出营运资金和融资需求。

（5）**EBITDA、EBIT、每股盈余**。这些数值的计算是也是预测利润表的一部分。

表24-2 列示了对燃料电池的市场预测。对巴拉德公司电池的需求与客户节省下来的成本直接相关。根据短期内的历史记录，公司还是有机会在其能力范围之内的市场（例如，叉车的燃料电池）上占据一席之地的。

表24-2 巴拉德燃料电池的市场预测

	估算	预计			
	2008	2009	2010	2011	2012
铅酸电池和燃料电池市场①					
美元销售额（百万）	2 000	1 860	1 950	2 070	2 240
销售数量单位（千）	550	510	515	530	550
单位增速（%）	1	−7	1	3	3
燃料电池占电池数量之比（%）②	3	4	6	9	12
燃料电池数量（千）	15	20	30	45	66
燃料电池销售额（百万美元）③	135	190	270	360	470
巴拉德的市场份额（%）	25	25	25	25	25
燃料电池收入（百万美元）	34	48	68	90	118
相关服务和其他收入（百万美元）	25	30	36	43	49
巴拉德的总收入（百万美元）	59	78	104	133	167

① 主要关注于叉车和电信（设备的后备电源）燃料电池市场。
② 由于更好地吸引客户，市场纵深得以增加。
③ 假定燃料电池由于产量增加，价格下滑。

一旦新产品的市场规模确定了，下一步就是确定巴拉德公司的市场份额。与许多新兴行业不同，巴拉德公司在2009年只有为数不多的竞争者，而且在叉车和电信设备后备电源市场都发力甚少。预计拿下这个看得见摸得着的市场的25%估计较为合理。如表24-3所示，不断增长的市场与固定的市场份额相结合起来，使巴拉德公司的收入到2012年时增长到1.67亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 24-3 巴拉德动力的利润表预测数据

（单位：百万美元，百分比和每股数据除外）

	实际	预测			
	2008	2009	2010	2011	2012
百分比					
收入	100%	100%	100%	100%	100%
销货成本	-80	-72	-64	-55	-55
研发	-63	-26	-15	-13	-11
销售及一般管理费用（SG&A）	-32	-24	-19	-18	-17
折旧和摊销（D&A）	-10	-8	-7	-6	-6
营业利润率	-85	-30	-5	8	11
利润表数据					
收入	59	78	104	133	167
销货成本	-47	-56	-67	-73	-92
毛利率	12	22	37	60	75
运营费用	-63	-55	-42	-48	-57
运营利润	-51	-23	-5	11	18
其他扣减项	-2	-2	-1	—	—
税前净利润	-53	-25	-6	11	18
所得税	—	—	—	—	—
净利润	-53	-36	-6	-11	18
流通在外股份数	85	85	85	85	85
每股盈利	-0.62	-0.29	-0.07	0.13	0.21
EPS 增速	—	—	—	—	62%

注：注意在投机类业务的预测中，销售额和盈利率迅速提高。预测结果向好，未来几年 EPS 逐步增长。

在得出收入预测数字之后，分析人员就开始估计费用比率。销售成本主要是可变成本，最大的开支项是原材料成本。于是由于客户人数的增加，销售成本由 2008 年的 80% 降为 2012 年的 55%。研发费用是该公司最大的损失来源，随着产品线的拓展而有所下降。营销费用、一般费用和管理费用（SG&A）包含了大量的市场营销费用，随着销售量上升、产品被市场广泛接受后而有所下降。

如表 24-3 所示，预计到 2011 年可以开始实现盈利，而在此之前的亏损可以由 8 300 万美元的现金暂时弥补。2012 年之后应该可以保持持续增长，研究报告假定投资者在 2013 年年初时可以按 13 倍 EBITDA 的估值（或每股 4.80 美元）出售手中的巴拉德公司股票。计算过程如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算 2013 年的巴拉德公司股价

2 800 万美元（2013 年的 EBITDA）
×13
36 400 万美元（2013 年的企业估值）
+4 600 万美元（富余现金）
40 000 万美元（公司股权价值）
÷8 500 万股流通股
4.80 美元（每股价值）

2009 年 3 月，股票以 1 美元/股的价格交易，因此 4 年后卖出（卖出价 4.80 美元）能获得 51% 的内部回报率（IRR）。换句话说，分析师可以假定对于这类投机性股票的要求回报率是 30%，然后计算净现值。根据如下计算过程，得出净现值是 1.68 美元。

$$
\begin{aligned}
\text{巴拉德的每股价值} &= \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{D_4 + \text{出售价格}}{(1+k)^4} \\
&= \frac{0}{1.30} + \frac{0}{1.69} + \frac{0}{2.20} + \frac{0 + 4.80}{2.68} \\
&= 1.68 \text{ 美元}
\end{aligned}
$$

式中 D——现金股利；

k——巴拉德公司的折现率，30%，反映了其风险。

由 DCF 计算出的每股 1.68 美元的估值高于每股 1 美元的价格。在这种情况下，2009 年股票值得买入。为给这一建议提供更充分的依据，分析师将某些估值比率在行业间进行比较，如 EV/EBITDA 比率和价值/收入比率，将其与巴拉德公司 2013 年的理论估值倍数相比（大约是收入的 2 倍，EBITDA 的 13 倍）。

巴拉德公司股票估值的其他假设

经验丰富的分析师会修改关于市场份额、研发费用、营业利润率、终值倍数、折现率等种种假设，来看看各种情景假设下净现值会如何变化。如表 24-4 所示，少数的几个不利变化就会使股价变成 0.79 美元，而不是基准情形的 1.68 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 24-4 修改巴拉德现金流分析的假设

关于某方面的假设	基准情形	下行风险数值
市场份额（%）	25	20
研发费用（占总收入百分比）（%）	11	15
终值倍数	13	10
折现率（%）	30	40
现值的计算（美元）	1.68	0.79
安全边际（%）	15	15
实际市场价格（美元）	1.00	1.00
推荐建议	买入	卖出

对投机类股票研究中常见的一个致命缺陷就是忽略了市场实际状况，这常常导致估值偏高。这类研究通常不切实际或是执行起来代价太高，因此分析师过于依赖管理层提供的乐观估计。

风险投资资本加价与 IPO

在投机性股票的销售过程中，经纪人往往大肆宣传著名的投资大鳄对本公司的投资。著名的风险资本投资公司和《财富》500 强能给不知名的发行人带来巨大的社会知名度。然而，经纪人永远不愿披露的是声名显赫的内部人为他们的股份支付的金额（相对于首次公开发行而言）。在 100 次中有 99 次，内部人的成本会低于 IPO 价格。除非发起人买入股份距离首次公开发行已过了相当长的时间，否则分析师应将最近的内部人购买成本作为估值的一个依据。

如第 20 章中所指出的，机构投资者在私募发行的时候较公众投资者具有很大的优势。第一，更容易接触到管理层，并提出详细的问题。第二，能够仔细阅读公众无法得到的公司账簿和记录，包括业务计划和财务预测。于是他们的分析就可以有条不紊而不是匆忙地进行，风险投资家对公司的前景有很大把握。如果投资发生在公开发行前 12 个月内，并且期间没有影响公司业务的重大事项发生，发起人支付的价格就可以作为公开股价估值的起始参照点。

风险资本（VC）加价的过程涉及 4 个因素，任何一个都无法科学地确定：①时机；②收益率；③流动性折价；④风险资本公司合理经营能力的内在假设。为了做一说明，假设风险资本家在 2010 年 6 月为 Hitech 股票每股出资 20 美元，你目前在分析 1 年之后即 2011 年的首次公开发行（IPO）。在业务没有发生重大变化的情形下，应把 43 美元作为参考值。估值过程说明如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 步骤1：确定时机

风险资本（VC）的投资已过1年。风险资本投资公司为每股出资20美元。

2. 步骤2：考虑风险资本的收益率

风险投资家希望获得50%的复合年回报率。由于Hitech公司已实现了商业计划（否则它不可能上市），其有超常的表现，因而公众投资者可以接受风险投资公司获得100%的年收益率。于是1年的期限后，“合理价值”从每股20美元跳升至每股30美元。

3. 步骤3：流动性折价

股票在具有流动性的市场中变现的能力本身也有价值。在上市公司中的少数股权要比在私募交易的企业中类似的权益有更高的价值。从公开市场价格向下给予30%的流动性折价通常较为合理。在Hitech公司的例子中，每股30美元价值进一步提升为43美元（即30美元除以0.7，0.7是由1减去折扣率得到），从而得到了首次公开发行（IPO）价格的一个参考。

历史的视角

股票市场对于高科技的钟爱从来不是新闻。虽然很多科技突破性的变革在商业上取得了巨大成功，但对于投资者而言却是成功与失败交织。19世纪80年代，铁路股票是当时金融家的宠爱，数以万计的美元被投入到铁路建设中，路网纵横交错，延绵上千英里。到了20世纪20年代，无线电股票是当时的热门股，但接下来的20年里相关技术并未转化为真实的公司盈利。20世纪80年代是个人电脑的狂热年代，相关IPO可以获得50~100倍的市盈率，尽管最终只有少数公司存活下来。生物科技股票在1991年和1992年很时髦，相关公司没有历史销售业绩或盈利记录，但融资数以亿计，只有很少一部分股票在之后几年里超过了最初的IPO价格。互联网热潮（1998~2000年）一时之间创造了千亿纸面上的市值，但到2001年一切回归现实，高科技的摇篮纳斯达克指数也应声下跌了75%。

牛市之后就是熊市交替，很多股价崩盘。不可避免地，少数存活下来的股票最终取得了超乎寻常的收益率，但是整体来看高科技股票都需要详加甄别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券分析、高科技股票、投资组合

很多高科技股票的鼓吹者总是说证券分析对此不适用。但事实是仍有许多投资者使用折现现金流模型和相对估值模型建立估值的参照标准。DCF 估值和本书勾画出的估值方法论是完全一致的，都是精心预测未来现金流，用非常高的折现率（例如 35%）来反映这些未经历史检验的公司的高风险。“偏好分析一派的投资者面临的挑战是，”风险投资家安迪·克林根施泰因（Andy Klingenstein）说，“仔细研究相关公司的商业计划书，缩小你的关注范围，然后对未来的盈利能力做出理性判断。”

相对价值的拥趸们面对没有会计利润的公司时，可以借助第 17 章介绍的非基于利润的方法。美国富国银行副总裁吉姆·鲍威尔（Jim Powell）说出了很多基金经理的心声：“我们使用折现现金流和相对估值法为股票找到合理的解释，但是最终股价还是取决于供需。”

缩减高度投机性股票风险的方法之一是对某个给定行业购买 20 ~ 30 只股票。这样个股风险可以缩减，投资者寄希望于该行业可以跑赢大盘。

小结

经纪人通常极力鼓吹投机性股票的辉煌前景，但股票对应的公司目前却缺乏生产稳定收入与盈利的能力。这些股票最好还是留给擅长定向增发的专业投资者来处理。但是一次又一次，公众投资者为这些投机类股票的发行铺平了欢迎的红地毯。折现现金流法（尽管有各种各样的缺陷）仍是对投机类股票估值最恰当的工具。投机类股票缺乏销售额、盈利这些金融性质的定价指标，因此是相对价值法很差劲的对象。然而，从业者可以通过将当前股价与未来销售、EBITDA、EPS 做一对比，估测合理的定价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第25章

问题证券与转折期公司

很多投资新手会迷惑不解，为什么有些营业严重亏损的公司的股价为正？为什么一些破产的公司其债券仍有很高的价值？在本章，我们会通过剖析转型期公司和破产公司来解答这些问题。

问题证券（distressed security）并不一定就是濒临破产的企业发行的证券。一些杠杆率很高的公司由于在运作上不断出现问题，使得投资者预期公司在债务偿还上会遇到麻烦，纷纷抛售债券，造成债券价格下跌，收益率上升。这样一来，有问题的企业发行的"未违约"债券其收益率会比同期限的美国国债高出5%～10%。而"违约"债券则视优先偿还顺序以及抵押品和其他因素的不同，交易价格从几美分到面值的大额比例不等。当然，购买拖欠偿还债券的投资者并不指望在债券到期时一定能够得到偿还，他们只寄希望于债务人能够解决问题或提出债务重组方案，这些"堕落天使"就将转变为价值更高的证券。

和读者们猜测的一样，问题债券只是垃圾债券市场的组成部分之一。按照严格定义来讲，垃圾债券是指那些信用评级在"投资级"以下的债券。投资级是指评级机构评级列表里最前面的四个信用级别。任何一种在此级别以下的债券都被归为"非投资级"债券——用华尔街的行话说就是"垃圾债券"（详见表25-1）。虽然这个称谓带有贬义，但许多级别在投资级以下的债券都是由经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营状况良好的公司发行的，只不过这些债券与它们那些投资级的债券相比较而言风险程度更高。

表 25-1 债券评级的划分

	标准普尔	穆迪评级
投资级	AAA	Aaa
	AA	Aa
	A	A
	BBB	Baa
非投资级	BB，B	Ba，B
	CCC，CC，C	Caa，Ca，C
	D	D

被划为问题证券类别的普通股属于以下两种公司：①破产的公司，②转型公司。破产公司股东持有股票的价值主要取决于其延缓属于“1978 年破产改革法案第 11 章”类型清算过程的能力。这种价值主要来自于对法律条款细枝末节的把握，与公司的整体经营状况几乎没任何关系。因此在这一章里，我们只讨论属于第二种公司——转型期企业的股票。转型公司就是一家正在面临运作问题的企业，而这些问题看起来似乎只是暂时的，投资者预计公司在历经 1～2 年较差的业绩之后，可以重新回到正轨。

信誉好的资产经理和名气大的机构都避免接手拖欠偿还型债券和亏损类公司的股票；买卖这类金融工具被视为那些有经验的对冲基金、银行或交易商的业务。鉴于此，问题证券这个资产类别仍处于主流之外，但它仍是一个吸引了许多精明投资者和巨额资金的市场细分。而该行业资历较深的投资者则对这种投资的升温抱有微词，因为他们发现现在要找出定价不当的证券的难度增加了。由于商界的风云变幻和高杠杆率手法的日渐流行，保证了问题公司必定会大量涌现，其在法律、运营、财务方面都相当复杂，在估值差异上有空子可钻也是顺理成章的了。问题证券投资者在这种投资环境下进行详细全面的分析，就会获得应有的回报。

投资机会

能够进入问题证券投资者法眼的公司都是一些面临问题、经营弱势或是财务不健全的企业。由于这类公司的证券以远远低于正常的估值倍数挂牌交易，所以购买这一类证券的投资者有时才被认为是“终极的价值投资者”（ultimate

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

value investors)，另一个更带有贬义的称谓则是“最低价渔翁得利者”（bottom fishers)，这与他们四处寻找投资机会相关。第三个绰号则来自他们寻求公司弱点的做法：“秃鹫资本家”（vulture capitalist)。无论是哪个绰号，这一类投资者一般关心符合下面两类标准之一的公司。

（1）**高杠杆率**。公司在扣除利息成本之前是盈利的，但支出利息费用以后则成为净亏损。这样的情形不具备可持续性，而许多杠杆收购交易都面临着这个问题。尤其是在经济衰退期（参见表25-2)。

表25-2 问题类公司的对比 （单位：百万美元）

高杠杆率公司		转型期公司	
营业收入	1 000	营业收入	1 000
息税前收入（EBIT）	50	利税前收入	-10
利息支出	-75	利息支出	-15
税前收入	-25	税前收入	-25
高杠杆率的问题公司在偿付利息以后是亏损的		公司在经营层面就是亏损的，但可能扭亏为盈	

（2）**转型公司**。公司的主管业务陷入困境。在目前的经营下它要么是正在亏损，要么是处在盈利的边缘。企业需要新的管理人员、新的生产线或是新的资金。在有些案例中，新的管理人员刚刚走马上任，而投资者则把赌注下在局面得以扭转上。转型期公司除非濒临破产，否则不属于“问题公司”这一类别。

筛选技巧

问题证券的投资者知道对陷入困境的公司进行投资蕴含着亏损的风险敞口，所以他们试图通过将投资重点集中在比较稳定的行业、进行合理的估值等做法来控制风险。“比较稳定的行业”一般是技术含量低的制造业或者服务性行业。它们历史上的营业收入稳定，有盈利记录。“合理的估值”则是指相对于市场平均价格有很大的折扣。常见的筛选技巧一般是使用自下而上的方法，通过三个比率来筛选。

（1）**市净率**。较低的价格/账面价值比率，比如如果是1或者更低，可以起到安全边际作用。如果目标公司的业务彻底拆散，那么其资产的剩余价值对于公司的接管者来说就是其账面价值。显而易见，用市盈率来筛选在这里没有什么作用，因为“盈余”少得可怜甚至没有。

（2）**企业价值/销售收入比率**。一家边缘公司如果营业额仍然很大，那还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是有药可救的，因为消费者仍在购买它的产品。投资者把希望寄托在管理层上，希望管理层（或是新的管理者）有能力通过节约成本来使公司重新盈利。企业价值/销售收入的比率越低，投资者取得正收益率的可能性就越大。Analysts International，一家 IT 服务提供商，在 2009 年 2 月股票售价仅为销售收入的 4%，而类似的盈利公司的股价约在销售收入的 30% 左右。

（3）**企业价值/EBITDA 比率**。许多公司会计显示为亏损但有正的现金流。这是由于高额的折旧和摊销费用。假设公司的债务负担看起来尚可应付，那么较低的企业价值/EBITDA 比率（比如 3 ~ 4 倍）对投资者来说就比较安全。很少有上市公司的这个比率会长期保持在 5 倍以下（如果是的话，它们就会成为收购的标的，除非公司在法律上受到强有力的保护，或是持股人的结构很分散）。

通过对有问题的公司加以细心筛选，投资者把搜索范围缩小到那些主营业务尚可维持生存下去的公司。接下来再展开财务分析，并把目光集中到中短期上。他考虑的第一个问题就是“公司在进行运作和财务方面整顿的同时，能否有足够的现金流以维持公司的周转”。第二个考虑的问题是经过时间调整后的回报率。在转型之路不确定的前提下，转型后的公司复苏是否能足够快速提供可观的盈利？表 25-3 显示了投资者的窘境。如果他以每股 8 美元的价格购入问题公司的股票，而转型过程 2 年之后完成，他的年收益率就是漂亮的 37%，相比之下，5 年后才完成的转型过程就只能提供平庸的收益率——13%。当然，如果未能转型，则意味着巨额的亏损。

表 25-3 转型期公司：评估时间调整后的汇报 （单位：美元）

情景 1：2 年内成功！

	年份		
问题公司	**0**	**1**	**2**
每股收益	-0.50	0.50	1.00
每股分红	—	—	—
股价	8	12	15

投资者在 8 美元买入，15 美元卖出，2 年期的年化复合回报率达到了 37% 的骄人业绩。

情景 2：5 年之后归于平庸

	年份				
问题公司	**0**	**1**	**2**	**3**	**5**
每股收益	-0.50	0.15	0.10	0.60	1.00
每股分红	—	—	—	—	—
股价	8	9	10	12	15

投资者 5 年期的年化复合回报率只有 13%，因为公司转型需要更多的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总而言之，问题公司的估值过程强调的是以下4个方面。

（1）可持续经营的业务。问题公司的基础性业务能够支持公司度过变幻莫测的转型时期。

（2）局势扭转的可能性。管理层有能力扭转公司的困境，使之恢复盈利。

（3）估值。投资者的买入价格相对较低。于是投资失败的风险与成功的可能性二者之间就平衡得较好。

（4）时间上的考虑。企业的复苏过程应在一个合理的时间框架，经过这段时间后才能使得风险调整后的收益率令人满意。对于问题证券投资业界来说，年化的内部收益率目标一般是20%～30%。

接受转型公司失败的可能性

有许多杠杆率很高的公司，比如杠杆收购公司（LBO），都在公开市场上发行过债券和股票。在许多情况下，尽管杠杆收购公司的相应业务运作良好，但这一类证券的价格还是会下跌；其实有瑕疵的只是资产负债表，杠杆收购公司的所有者为这些永远无法清偿的债务所累，面临三种选择：①听之任之，祈祷能出现奇迹；②与债权人一起设计主动重组的方案；③对债权人玩弄边缘政策（指尝试边缘政策，挑战对方的极限），然后准备提请诉讼。由于得不到偿付的债权人会在几年之后便失去耐心，所以第一种做法不能持久。第二、三种做法则可以旷日持久，从数月至数年，它们被称为“转型计划”（work-out）。因为债权人和股东花费大量的时间拟定出计划，以使企业恢复正轨。转型计划有两种形式：主动重组（voluntary restructuring）和“破产改革法案第11章”重组（Chapter 11 reorganization）。表25-4对两种做法进行了对比。

表25-4 转型计划公司的备选方案

主动重组方案	投资者的战术
“重组”只是不全额偿付债权人债务的粉饰之辞。除了在极少数情况下公司作为整体出售给收购者，此外债权人都是按照事先约定的方式对公司资产进行分割。在大多数重组案例中，作为原有贷款的交换，债权人会获得一份新的债务和权益类证券的组合。即使是在最乐观的情况下，这笔证券组合的价值也要低于原贷款的面值。股东会抵制债务重组，因为新股发行会将他们的股权稀释90%或者更多	股权类的投资者预计到将进行重组，按债务面值的很大折扣购进公司债务。不幸的债权人由于需要套现而蒙受损失。新的债权人将组成委员会就重组问题进行磋商，要求公司能够具备良好的资产负债情况，且债权人能够掌握控股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

第 11 章（诉讼）重组	投资者的战术
当无法与债权人取得共识时，公司提请进行第 11 章诉讼，这将暂时中止债务的偿付义务，同时禁止债权人提出法律诉讼或冻结资产，除非进行资产清算能够提供最大程度的清偿比例，否则公司及其债权人将在破产法庭的配合下展开重组工作，最终公司将以崭新的面目出现。第 11 章重组方案完全由律师控制，旷日持久且花费不菲；债权人和债务人都会尽量避免采取这种做法	投资者按面值的很大折扣购入公司债务。投资者希望债务人进行重组将能使他获得十分有利的证券组合，超出其原先的投资额。巨额投资者在重组过程中扮演着十分活跃的角色。投资者认识到，大多数公司很可能会再次跌倒

对出现杠杆问题的公司进行财务分析

投资者按照行业和资产特点，对有问题的负债沉重的企业进行筛选，可以大大缩小投资的范围。对于剩下的备选投资对象将进行简要的财务分析，主要侧重于现金流量、投资时机的把握和持续运营这几个方面。分析所强调的因素不尽相同，取决于公司是进行主动重组还是第 11 章诉讼重组（详见表 25-5）。

表 25-5 对杠杆出现困难的公司进行财务分析

关键问题	主动重组	第 11 章诉讼重组
现金流	公司有足够的现金来留住债权人，直到重组结束吗？投资者需要咨询准备每一个季度的现金流预测	目标公司需要从经过法庭认可的债权所有人（DIP）那里借到更多的钱以维持运营吗？DIP 有优先求偿权，可以获得 100% 的还款比例，因此会减少重组价值
投资时机的把握	投资者的预期持有时间是多长？重组结果是不确定的，持有时间过长或者是意料之外的提请第 11 章诉讼重组会降低投资者的收益率。重组之后，企业需要多长时间才能完全恢复元气？投资者对类似情况的处理经验将会有所帮助	公司何时能走出破产的边缘？投资者的介入可以加速这一过程吗？长期持有投资会降低投资者的收益率。重组之后，企业需要多长时间才能完全恢复元气
持续运营	公司的合理营业收入是多少？在其失去了客户、商誉、员工之后，能否胜任新的资产负债表	同左

在初步筛选工作结束后，问题证券分析师按照一种有趣的方式确定了杠杆目标的普适价值。大多数的分析师是从最终结果开始分析的，关注净收入和息税前利润（EBIT）的走势，而最低价渔翁得利者的分析工作则倒过来，他关注的是最初的数据（top line results），也就是销售额。他把一家候选对象所处行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的成功公司的利润表作为模板，套用到预期的销售数据之上。他们的逻辑推理是这样的：如果我的目标公司不是出现了杠杆问题，它也可以运作得与其他公司一样好。例如，在估算一家濒临破产的食品加工制造企业的合理价值时，分析师将构造出如表 25-6 所示的分析模板，并得出公司合理的息税前毛利率应处于 7% 左右的结论。

表 25-6 分析师将某家破产食品公司的运营数据做正常化处理

	2009 年收入（百万美元）	运营利润率（%）
破产公司——实际值	800	3
其他食品公司		
B&G Foods	490	9
FlowersFoods	2 040	7
J&J Snack Foods	630	7
Lance Foods	820	5
	平均值	7
分析师估计		
破产公司——正常化后	800	7

注：正常化后的运营利润率表示了各家正常公司利润率的综合。

在预测完毛利率之后，投资者利用合理的销售额估算值，对未来公司的营业利润进行估计（详见表 25-7）。在这个例子中，我们假设公司的销售额在走出破产边缘后第 1 年就增长了 10%，而后每年的增长率下降到稳定的 6%。营业毛利率在第 1 年回升到 4%，到了第 4 年持续上升到 7%，公司重新回到行业正常盈利水平。

表 25-7 投资者将破产清算程序后的食品公司的运营数据做正常化处理

（单位：百万美元）

	年份				
	实际	预测			
	0	1	2	3	4
销售额（来自表 25-6）	800	880	933	990	1 049
营业收入	24	35	47	59	73
营业利润率（%）	3	4	5	6	7

注：4 年内营业利润率回归行业正常化水平后，运营利润翻了 3 倍。

注意预测的营业利润从期初的 2 400 万美元上升到第 4 年的 7 300 万美元，这是最低价渔利者追求的理想交易，因为存在向上大幅增值的可能性，而向下的风险又很小。

渔利者接下来就要在假定无债务的基础上确定企业的现值。第一步是运用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书前面提供的技巧，对公司未来 3～5 年的股价进行估计，然后按照估算的资本成本，包括债务成本和股权成本，对未来的价值进行贴现。为了确定资本成本，分析师需要对重组计划的安排做出许多假设，各个级别的债权人能得到多大比例的偿付？重组计划实施以后，将有多少债务和股权流通在外？回答好这些问题是分析师工作的核心。

尽管每一种问题公司面临的情况都不相同，但重组计划总是设计成把已有债务缩减到借款人在未来可以合理偿付的数额。一旦确定了新债务证券的构成比例，余下的企业价值就分配给新发行的普通股。债务证券和普通股都会经过复杂的公式计算，然后分发给所有的债权人，这是耗时费力的谈判得到的结果。一般来说，股东在这一过程中所得甚少；新的所有者是原来的债权人，他们在分配中得到了大多数的股票。

在我们假想的食品企业中，在第 4 年年末合理的企业价值为 6 亿美元（亦即息税前利润的 8 倍）。采用债权和股权各占 50% 的资本结构，假设重组后公司每年的资本成本是 20%（假定债务成本是 10%，股权成本是 30%），考虑到对问题类公司投资进行预测存在的不确定性，这么高的资本成本是合乎情理的。将公司的未来价值 6 亿美元按每年 20% 的贴现率进行贴现，得到 2.9 亿美元的初始“计划资本规模”价值（plan capitalization value），如表 25-8 所示。这样投资者在做出投资决策时就有了合理的分析框架可供参考。

表 25-8 资本成本的计算——“破产的食品加工公司”资本规模

资本类型	方案实施后的规模（百万美元）	税前资本成本（%）	方案原理
债务	145	10	相当于垃圾债的收益率
股权	145	30	股权投资者要求的目标收益率
合计	290	20	

作为例证，有一家破产的公交车生产企业 Motor Coach Industries，其重组计划在 2009 年得到确认；公司将 7.6 亿美元的债务减少到 4.6 亿美元，或者说只按原值的 60% 计算。新的债权/股权比例是 58:42，取代了原先的 80:20。

投资决策

问题证券的投资者积极参与问题公司债权的二级市场交易。在市场上买方和卖方就各种各样的债务进行交易，从有担保的贷款到贸易应付账款或次级债务（subordinated debt），市场参与者根据各自对收益率的看法为这些金融工具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定价。例如，在2009年2月Rite Aid公司的债券以面值48%的价格交易，飞思卡尔半导体（Freescale Semiconductor）控股公司的债券按面值的22%交易等。相关的股权证券也打了很大折扣，按几美分出售。

在我们濒临破产的食品加工企业案例中，流通在外的债权是7亿美元。为了便于说明，假设每份债权在重组时的偿付优先权都是一样的。根据我们估值模型（见表25-8）得出的2.9亿美元现值，债权应该平均按照面值的41%进行交易（见表25-9），也就是用2.9亿美元除以7亿美元得出的数字。

表25-9 问题公司财务分析——简单的定价计算：破产的食品加工企业

（单位：百万美元）

估计的企业价值（1）	700
流通在外的债权（2）	290
平均的债权交易价值（1）÷(2)	41%

这个例子是相对简化的。在实际情况中，破产企业有着各种各样的债权，分属于不同级别的债权人。每个级别的债权人的优先受偿权都不一样。受偿权级别越高，例如税务总署的留置权（IRS liens）和有担保的贷款（secured loans）等，在重组中就能得到越大比例的偿付。

2008年，专注于困境债券的投资基金Franklin Mutual Advisors以极低的折扣购买了Motor Coach公司的债务。在2009年重组之后，该基金用其债券作为交换，获得了很大一笔股权。

对转型公司的评估

转型公司并非即将破产的企业，但它存在着经营问题，使得公司出现亏损。杠杆率只是次要原因。经营问题要么来自超出管理层控制范围的经济环境，要么来自公司内部，造成经营问题的主要原因有以下几方面。

- 管理层不称职。
- 经济周期。
- 没有预见到科技、时尚走势或是竞争对手的挑战。
- 缺乏有效的成本控制手段。
- 资本金不足条件下的销售额增长。
- 不成功的兼并行为。
- 法律诉讼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这些方面存在缺陷的公司都还能维持好些年头。周转现金的短缺通过借款和变卖资产来加以补充，从而延缓清算日的到来。

如果问题的原因来自于公司外部，那么新的办法也不可能扭转局面。但如果原因是在企业内部，那么问题通常出在管理层上，一组新的高管人员从理论上讲可以淘汰旧做法、发现新资本，同时启动企业的复苏过程。假设相应的企业并不是夕阳产业，那么一家濒临倒闭的企业是可以“转型”成为一家成功企业的。

许多转型企业的故事除了与新管理层有关之外，还与许多著名的品牌有关，如果消费者仍然能够接受与该品牌相联系的商誉，那么这将是新的管理人员不必再费心思的一个重要项目。例如10年前，汉堡王在麦当劳后面苦苦挣扎，逐渐丢失市场份额，面对逐步下滑的利润率，新的管理层团队缩窄了目标客户群，引入了新产品，安抚了各家连锁店。在3年之内，公司成功进行了IPO。

下面部分将要讲述两个转型企业的故事。

案例研究：星巴克

在2009年早期，星巴克的业务正遭受重重围困。股价从2006年最高的40美元跌到了10美元。过于激进的门店扩张计划将导致门店业绩较差，对菜单新品的开发拓展也转移了公司对咖啡本身的专注。麦当劳和唐恩都乐（当肯甜甜圈）参与角逐也加剧了竞争的白热化程度。为了遏制衰退势头，公司重新启用了前任CEO霍华德·舒尔茨（Howard Schultz），舒尔茨曾在公司最辉煌的岁月（1987～2000年）执掌公司。他上任后的战略是门店改革，具体包括：①削减美国一些新的门店选址，同时关掉这附近地区的一些门店；②对于快速成长的外国市场，加大开店速度；③在经济衰退期，主动降低价格；④关注于星巴克的“独特的咖啡格调和体验”，减少食品菜单的丰富程度；⑤通过裁员来降低成本。表25-10是完整的总结。

表25-10 转型类潜在标的星巴克公司——财务和市场数据摘要

	截至9月30日				
利润表	2006	2007	2008	2009（E）	2010（P）
销售收入（10亿美元）	7.8	9.4	10.4	9.8	10.1
息税前利润（百万美元）	893	945	504	830	1 030
净收入（百万美元）	580	672	316	500	620
每股盈余	0.96	0.90	0.43	0.68	0.84
业绩趋势	上升	上升	下滑	上升	上升

注：星巴克的上升趋势曾在2008年出现了反转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

资产负债表（10亿美元）	2008年12月31日	
总资产	5.5	注：公司的杠杆率对于该公司而言较低，因此有弹性进行业务转型
总负债	0.9	
股东权益	2.6	
市场数据	**2009年2月13日**	
股票价格	10	
过往12个月的静态市盈率（2007年12月~2008年12月）	0.26	注：投资者如果按2009年的动态盈利预测，投资者可以得到38.5倍（过往12个月盈利计算）的高市盈率也是合理的结论
市盈率（12个月静态）	38.5	
市盈率（2009年EPS）	12.5	
市净率	3.0	
企业价值/收入	0.7	
企业价值/EBITDA	7.1	
股息率	无	

案例研究：Analysts International Corporation

Analysts International Corporation为著名的《财富》500强企业客户（例如IBM等）提供信息技术咨询服务。在过去几年里，公司一直保持适中的利润率、波动较大的销售额。2006年，新管理层到任，开始人事清理、削减员工，分拆非主营业务，终止了某些著名（但不挣钱）的客户合同关系。这一瘦身行动持续了2年，销售额下降了20%。到2009年年初的时候，投资者终于在隧道尽头看到了曙光，业务盈利出现了可能（见表25-11）。

表25-11 转型类潜在标的（Analysts International Corporation）财务和市场数据摘要（单位：百万美元，每股数值和各种比率除外）

利润表	2006	2007	2008	2009	2010
收入	347	360	284	260	270
EBIT	—	-1	9	10	12
一次性减计	—	-13	-10	—	—
净利润	-1	-16	—	7	8
每股盈利	-0.04	-0.65	-0.03	0.26	0.31
趋势	下滑	下滑	涨跌互现	上升	上升

注：市场预测该公司在经历了一连串不断变大的亏损以及不断下降的销售额之后，将在2009年扭转局面。分析师预计到2010年能够实现IT业正常的利润率水平，支撑2美元的股价

资产负债表	2008年12月31日	
现金	2.3	注：Analysts International Corporation的债务很少，这样管理层可以做出必要的转型
总资产	54.3	
总负债	—	
股东权益	30.4	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

市场数据	2009 年 3 月 16 日	
股价	0.43	注：在 0.43 元的价位上，股票交易价格仅相当于销售收入的 3%、账面价值的 40%。下行风险看起来已经非常小
市盈率	N. M.	
市净率	0.4	
企业价值/息税前净利润（2008 年）	4.6	
股息收益率	无	

清算

在极少数情况下，一家公众持股的公司会成为破产清算的对象。它继续经营下去的前景十分黯淡，长期以来一直亏损。投资者不是把企业视为持续经营的个体进行评估，而是视为一堆能在别人手中运营得更好的资产。

在进行清盘分析时，从业人员需要将各类资产按快速脱手的方式进行估值，对这些清盘价值进行加总，然后从总和中扣除关闭企业及偿付其债务的成本。如果计算结果是正值，例如每股 10 美元，潜在投资者对购入价格的上限就做到心中有数。当然，还必须从这 10 美元中扣除经过时间调整的收益率。

少数处于困境的企业拥有大量的无形资产，例如著名的品牌、独家专利或是准垄断性经营权。因此，分析师的初步计算需要注意表外项目。对于资产负债表上的每项科目，你都要根据对于类似企业的处理经验，确定一个估计的“清算价值”百分比范围。在进行深入分析之后，这些比例再进行调整。现在考虑一家假想的希格尔公司（Siegel Corporation）的案例，该公司是一家建筑材料生产厂商，详细情况列示在表 25-12 中。

表 25-12 希格尔公司——清算分析摘要

（单位：百万美元，每股数值除外）

资产	历史账面价值	预计的清算价值比例（%）	预计的清算价值
现金	10	100	10
应收账款	40	70	28
存货	40	50	20
	90		58
厂房及设备	100	40	40
商誉	20	0	0
	210		98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

资产	历史账面价值	预计的清算价值比例	预计的清算价值
负债及股东权益			
短期债务	15	100	-15
其他当期债务	25	100	-25
	40		-40
股东权益	170	关闭成本	-8
	210	净资金流出	-48
		净清盘价值（98-48=50）	50
		流通在外股数	÷5
		每股价值	10

读者可能会注意到5 000万美元的清算价值远远低于希格尔公司5美元的股东权益。这种差异显著的账面价值贴现值是大多数清算分析的一个特点，并强调了一个重要问题：当公司被视为持续经营的实体看待时，能实现更好的股票价格，因为此时它们的未来价值是构筑在未来盈利能力上，而不是有形资产的组成上。要想证明这一点，只需看一看2009年3月道琼斯工业指数中各公司的定价，都是历史账面价值的2倍。

除非分析师是在为一家计划收购希格尔公司的企业效力，否则他无从实现清算价值。所以，要求的收益率不仅必须反映出他的清算估计值的不确定性，还必须反映出①希格尔公司的“燃烧率”；②被有意实现清算价值的第三方所收购的可能性。假设要求的内部收益率（IRR）是40%，持有期为两年，那么10美元的清盘价值就会转化成5美元的投资价格［$10/(1.4)^2=5.10$ 美元］。

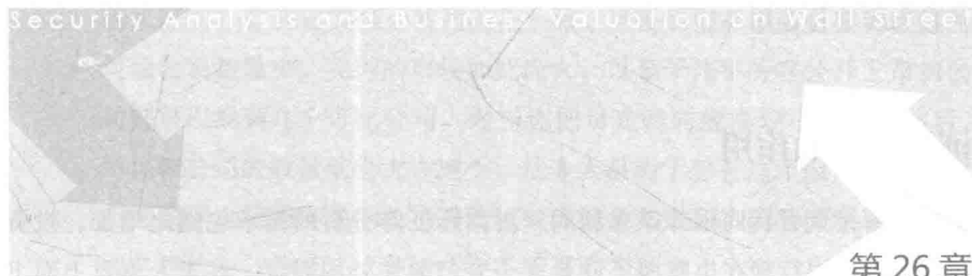
小结

越来越多的分析师认为问题证券型的投资不会引起太广泛的市场兴趣，于是开始对问题公司的证券展开研究。他们的投资逻辑说明，存在问题情况的公司亦能提供超额回报率，前提是对于相关的投资机会要进行彻底的调查。

对问题公司进行分析要比一般的证券分析耗费更多的精力。一般来说，问题公司都会面临严重的经营、财务、法律上的问题，使得要想做出正确的财务分析十分困难，因此转型公司所伴随的一系列不确定性就需要由高的预期收益率加以补偿。

问题证券的弱流动性、转型计划的不稳定性、研究工作的艰巨性结合在一起，使得问题公司投资这个领域最好由专业投资者涉足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第26章

国际股票

为了降低风险、提升收益，美国的资产组合经理越来越多地开始购买国际市场上的股票。这一趋势也与日益全球化的经济、逐渐国际化的证券分析相一致。美国公司和私募股权基金也开始在国外投入越来越多的资源。本章讨论了国际公司的估值和投资外国股票的问题。

投资国际股票的做法日益流行，美国投资者现在要购买外国证券也十分方便。这种情况反映了经济的日益全球化，同时也反映出美国的投资组合经理希望将一部分资金分散到海外市场上。除了显而易见的风险分散化的好处之外，人们还有另一点感受，就是外国的证券并不像美国的同类型证券一样有效地定价。例如商业惯例（日本的资金习惯做被动股权投资人，即使在管理层缺乏能力的情况下）、监管上的障碍（例如墨西哥禁止保险公司投资于股票）以及当地的基础条件（例如缺乏足够的经过类似 CFA 金融培训的从业人员）这些事实，都为这种观点提供了支持。这种假定的定价无效性（pricing inefficiencies），就为那些美国商学院培养出来的分析师提供了机会，他们乐意承担进行国际股票估值所要完成的额外工作。

最后，许多国家的经济，尤其是那些被称为“新兴市场”的发展中国家的经济，发展速度要比美国快。这意味着快速增长的 GDP 会转化成大公司更高的产值。由于盈余的增长是股票价格攀升的主要动力，所以不难看出为什么美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者要投资海外。

证券分析的作用

随着投资者转向国外谋求利润，对国际证券分析的需求也随之增加，投资基金和投资银行现在也雇用了专业人士专门关注外国股票。这类人将自上而下分析法、现金流量贴现法和相对价值法运用到国际市场上。但是美国风格的证券分析方法如同它的好酒一样，在海外并不是非常吃香；这样照搬技术得到的结果也是利弊兼而有之。

标准估值方法的问题

信息的完备程度对于证券分析过程来说至关重要，不仅进行自上而下分析所用的数据必须是容易获取而且可信的，用于比较的证券价格也必须基于公开、公正的交易基础之上。在美国，如果分析师真正付出了研究精力，这样的标准是可以达到的，但在外国市场上就有问题。只有加拿大和英国的股票市场在信息披露的完备性和交易的透明度上达到了美国的水平。其余国家都存在着不同程度的缺陷，列示如下。

- **信息披露不充分**。国外的监管当局和证券交易所对公司信息披露的要求要低于美国。发行公司所报送的材料也很少需要接受官方的审查。视不同国家而定，各种宏观经济、资本市场和行业数据的可获得性与准确程度也值得怀疑。此外许多材料原文没有英文译本。对于证券分析师来说，信息量少就意味着更多的猜测行为。
- **缺乏公平、诚信的交易行为**。即使在美国市场上，内幕交易（insider trading）依然是个问题，在外国的交易所那就更是司空见惯。在大多数国家，内幕交易甚至并不违法。即使是那些有内幕交易禁令的国家，也很少去贯彻法令。经纪商的交易抢跑行为（抢先交易）和较差的委托单执行，一直是国际投资者的一块心病。
- **会计标准不一致**。相对价值分析法要求会计核算方法保持一致，但外国在收益管理上的宽松规定，使得外国公司可以掩盖利润和亏损。事实上，IFRS 是基于会计准则的，而美国的 GAAP（公认会计准则）是基于法规的，这样就给外国的管理层更大的灵活性。在一个国家（或者多个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家之间）存在这类会计使用的不一致，会削弱财务报表分析的价值。

- **可比公司数量少**。美国的市场如此庞大，以至于几乎所有公开上市的公司都可以找到几个可比公司。而当你把目光转向规模较小的经济体后，可比较公司的数量就会大大减少。从业人员为了弥补这个缺陷，可以对不同国家之间相类似的公司进行比较。但是考虑到不同的国家环境和各式各样的会计体系，这种做法存在明显的不足。
- **对提高股价的重视程度降低**。除了在美国、加拿大和英国外，其他国家和地区的公司管理层不存在抬升公司股价的压力。敌意收购比较少见，控股权也掌握在创业家族或者关联银行手中，他们对价值创造持有的是长期眼光。在通常情况下，美国培养出来的分析师会被公司管理层明显缺乏提升股价的兴趣这一点搞得垂头丧气。
- **流动性方面的考虑**。除了美国以及其他几个发达国家以外，大多数国家挂牌交易股票的流通数额都很小。即使分析师看到了获利的机会，他的客户要想利用分析成果来赚钱，也存在很大的难度，因为只要不是象征性的购入行为，都会推动股价剧烈上升（或者在卖空操作中降低股价）。

汇率变动

在所有这些选择股票时的考虑因素之上，首先需要考虑的是不利的汇率变动（adverse currency movement）。尽管支撑某只给定的外国股票价格的盈余是按外国货币计算的，美国投资者还是按照美元来计算他们的最终收益。如果美元相对于外国货币升值（与外国公司的好坏也许是相独立的），那么美国投资者所选的股票即使按当地货币计价可以大赚一笔，却还是有可能赔钱。

例如，假定美国投资者用1 500万欧元购买了100万股法国公司的股票（亦即每股15欧元），总价也相当于2 000万美元。一年以后，股价涨到了16.5欧元，涨幅10%，在没有将这个结果换算成美元之前，美国投资者对自己的选股能力可以引以为豪。不幸的是，在这一年之中，美元/欧元的汇率已经从1:0.75上升到1:0.83。按美元计算的话，这位投资者的收益为零，因为下跌的欧元汇率抹杀了股票的价格涨幅。表26-1说明了投资者所处的两难境地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 26-1 汇率变动使得投资法国公司按欧元计价的盈利变成了按美元计算的不赔不赚

日期	活动
2010 年 1 月 1 日	1. 将 2 000 万美元兑换成 1 500 万欧元（1:0.75）
	2. 按每股 15 欧元的价格购入 100 万股法国股票
2011 年 1 月 1 日	3. 法国股票价格上涨到 16.50 欧元每股，获利 10%
	4. 卖出 100 万股法国公司股票，得到 1 650 万欧元
	5. 按新的汇率 1:0.83 将 1 650 万欧元兑换成 2 000 万美元
	6. 最终计算结果：2010 年 1 月 1 日投资了 2 000 万美元，2011 年 1 月 1 日收回 2 000 万美元。10% 的法国股票价格收益没有带来任何美元投资收益

反过来说，如果股票价格上涨的同时，欧元又相对于美元升值，那么美国投资者就会获得“双重收益”（double dip）。他不仅可以从选股的技巧中获利，而且由于汇率的有利变动，他的净收益（按美元计算）也会增加。

在几个外国市场上，美国投资者可以通过购买保险来消除不可预见的汇率变动造成的影响，保险的形式是外汇远期合同。这类保险的价格并不便宜，而且它们的实际运用也只局限在少数最发达的经济体中。

美国证券存托凭证

为了促进外国投资，国际上的大公司和美国的股票交易所推广使用了“美国证券存托凭证”（ADR）。ADR 就只是一纸法律凭证，确认投资者对一定数量外国股票的所有权，这些存托凭证存放在信誉度好的美国银行那里；因为 ADR 是以美元为面值、在美国本土交易，所以可以避免在别的国家交易所产生的法律、税收及监管的复杂性等问题。

发达国家市场

外国的股票市场可以分成两类：①发达国家市场；②新兴市场。在本章接下来的部分，我们将讨论发达国家的股票。在第 27 章里会讨论新兴市场。

发达国家指的是那些在国家财力和经济发展程度上可与美国相提并论的国家。比较突出的国家有日本、德国、英国、法国、意大利。更小一些的发达国家则包括丹麦、瑞士和瑞典。这些国家经济状况稳定，前景良好。它们的资本市场较为复杂且成熟，公司信息被强制披露，而交易行为比较公开。坚挺的货币和温和的通货膨胀则使得这些国家的公司可以发行长期的固定利率公司债券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而可以为资本市场的收益率提供参照指标。在这样的市场上，现金流贴现法和相对价值法这样的主要分析工具，会经常作为股票定价的功能使用。

随着金融市场的全球化，这些国家的股票市场也在向美国的模式靠拢。与此同时，各跨国公司越来越重视建立良好的公众形象的问题。这也意味着它们信息披露力度的加大，并与分析师之间保持有规律的互动。

有数以百计的发达国家股票在美国以 ADR 的形式挂牌交易。有些著名的品牌，如：

- 雅高酒店集团（法国），国际酒店连锁。
- 必和必拓（澳大利亚），业务遍布全球的采掘公司。
- 英国航空公司（英国），顶级的国际航空公司。
- 爱立信（瑞典），世界最大的电信设备制造商之一。
- 日本电报电话公司（日本），垄断日本电话行业的巨头。
- 雀巢（瑞士），国际消费商品制造公司。

证券分析方法——发达国家

如果分析师稍做分析的话，就会发现发达国家 ADR 的估值方法与美国股票的估值方法有着惊人的相似之处。所有的财务报告均以英文印制，公司高管都讲英文，公司随时接受投资者的咨询并给予答复。这样分析师就有了做 DCF 预测的框架。为了辅助做相对估值预测，数据库提供了公开上市的可比公司数据和并购类信息。由于当地本土市场规模较小，很多可比公司和可比并购都跨越了国境。这样 DCF 和相对估值法可以迅速获取实例数据。美国的 ADR 投资者感到最复杂的问题就是如何参考各国的宏观经济数据、资本市场数据和行业数据。这就是大型的投资银行都在全球范围内（而不仅仅只是在美国）聘用分析师的原因。

至于经营上的特点，发达国家的跨国公司与大型的美国公司在许多方面都很相似。它们都将商品和服务发往数十个国家，营业收入中的大部分都采用稳定的币种结算，例如美元、欧元、日元。我们假定如果会计上的差异都经过了规范化处理，那么分析师对将各种股票适用美国式的贴现率和估值乘数这种做法感到很适应。所以，像罗氏工业（Roche Holdings，瑞士最大的制药公司）就经常和美国的制药公司，例如默克公司（Merck）、礼来公司（Eli Lilly）加以比较。

随着上市公司的小型化和运营的本地化，分析师也倾向于对相对估值法采用针对国家特定的分析方法。因此，一位传媒业的分析师就可能会把 Associated Newspapers（英国）与 United Newspapers（英国）加以比较，而不是与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同类的美国公司做比较。

无论是大市值还是小市值的上市公司，分析师都是用股票发行人的本国货币来计算财务预测结果，然后按照预测的汇率，将预测的红利和期末终值转换成美元。最后的净现值（NPV）结果是以美元衡量的预计回报率。表 26-2 列示的是本田机动车公司的预测财务状况。

表 26-2 本田汽车 ADR 回报率的计算（截至 2009 年 4 月）

步骤 1：确定美元现金流

	年度截止日为 3 月 31 日				
	实际	预测			
本田公司业绩	2008	2009	2010	2011	2012
每股盈余（日元）	330	102	47	170	260
每股红利（日元）	70	25	10	40	65
日元/美元汇率	—	98:1	97:1	96:1	95:1
美元现金流					
红利（美元）	—	0.26	0.10	0.42	0.68
股价（美元）	—	—	—	—	43.80
美元现金流（美元）	—	0.26	0.10	0.42	44.48
按 13% 的贴现率进行贴现（美元）①	—	0.23	0.08	0.29	27.28

终值的计算②

股价 =（每股盈余 ×2012 年市盈率）÷ 汇率
=（260 × 16）÷ 95
= 43.80（美元）

步骤 2：将现值与当前市场价格做比较

A. 本田机车 ADR 的每股现值 = 0.23 + 0.08 + 0.29 + 27.28 = 27.88（美元）

B. 本田机车 ADR 的每股市价 = 25.90（美元）

结论

本田机车 ADR 的现值高于市场价格 8%，差异未超过 15% 的安全边际，因为不采取任何投资行动

注：1 份 ADR 代表 1 股本田股票。
①该折现率反映了本田公司的 beta（与东京股票指数相对的 beta）和美国指数。
②终值的市盈率（P/E）与长期平均值相对应。

折现率——发达国家

如第 14 章所述，用于确定美国股票净现值（NPV）的贴现率的方法之一是资本资产定价模型（CAPM），公式是：

$$k_{U.S.} = R_F + \beta(R_M - R_F)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式中 $k_{U.S.}$——预期美国股票收益率；

R_F——美国 10 年期国债利率；

β——股票贝塔值；

R_M——美国国债利率加上 6%～8% 的资本市场回报率溢价。

将这个公式应用到外国股票会产生一些问题。第一，外国公司股票相对于美国指数的 β 值意义不大，因为它们交易的历史不长或者成交量低。第二，有时数据服务机构是根据外国股票在本国市场的价格走势来计算 β，但是这个数字对美国投资者的用处有限。第三，分析师与理论界学者都不能确定应该在公式中采用本国的政府债券利率和市场收益率，还是继续采用美国衍生的变量而后加上外国风险溢价。第四，如果分析师希望引入外国风险溢价这个概念，那么溢价应该是多大？

学术界的一种观点就是完全采用本国变量来计算外国股票的 k 值：R_F 是本国政府债券利率，R_M 是本国市场的预期收益率，β 是与本国指数相对而言计算得出的。股票的预测现金流量得出的现值以外国货币计算，再按照当前的汇率换算成美元。尽管这种方法在理论上有一定的优势，但使用并不广泛。更受欢迎的另一种方法是在股票回报率叠加法（参见第 14 章）里加入外国风险溢价。

给定两只实际上非常相似但是国家不同的股票，例如一只美国股票和一只德国股票——德国股票的折现率要比美国的高。对于美国投资者来说，信息来源少、交易环境透明度低、汇率可能发生逆向变动，这些问题加在一起使得外国股票投资的风险相对更高。把这种额外的风险具体量化为数值则主观性较强，不同的人会有不同的做法。大多数分析师首先从计算 10 年期的美国国债利率与德国主权债券利率（以美元计价）之间的利差开始。这样如果美国与德国之间的差额是 0.5%，那么外国风险溢价（foreign risk premium，FRP）的基数就是 0.5%。表 26-3 展示了英博啤酒（In Bev）的例子。英博啤酒是比利时啤酒制造商，2008 年以 20 亿美元收购了百威啤酒。

表 26-3 比利时啤酒公司：对以美元计价的现金流预测
采用美元折现率（2009 年 4 月）（%）

无风险利率（10 年期美国国债收益率）	4.00
美国股票风险溢价（对于投资一揽子指数的溢价）	7.10
比利时国家风险溢价（美元计价的比利时主权债收益率减去美国国债收益率）	0.90
行业溢价（啤酒酿造行业是防御性行业）	-1.50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

规模溢价（英博是大型公司）	0.00
个股溢价（英博通过子公司百威在美国有大量业务，但有大量收购时留下的债务）	0.75
	11.25

注：行业、规模、个股风险溢价都反映了分析师基于美国和欧洲资本市场历史数据的估计。

分析师根据对信息、交易、家族控股等问题的评估，可能会在这个基数上再添加其他风险溢价。对于大多数发达国家来说，外国风险溢价在1%～3%（见图26-1）。



图26-1 对稳定发达国家的外国公司美元现金流的折现率要更高

相对价值乘数

如前所述，相对估值法在商业估值体系里占了多数。将境外公司的估值乘数与类似的美国跨国公司做比较合情合理。事实上，一些优秀的美国股票有很大比重的境外业务。例如可口可乐公司，它有超过3/4的收入来自海外。表26-4列示了国际上一流啤酒酿造公司的比较参照标准。

表26-4 相对价值的跨国比较：发达国家的酿酒类股票对比（2009年4月）

跨国公司	国家	市盈率	企业价值/EBITDA
朝日	日本	14	8
富士达	澳大利亚	12	7
喜力	荷兰	16	9
英博	比利时	10	6
麒麟	日本	13	8
摩森康胜	美国	17	9
米勒	英国	15	9

如第15章所述，列示类似表26-4这样图表的目的是发现相对价值中的差异。如果朝日（Asahi）、富士达（Fosters）、英博（In Bev）公司的业务范围相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

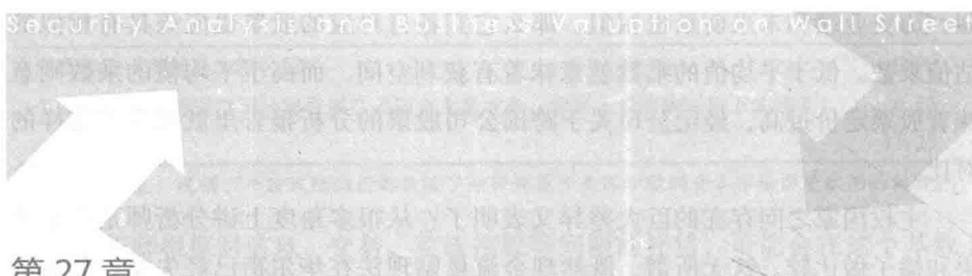
似，历史业绩和未来前景也相似，那么它们各自对应的股票也应该具有相似的估值乘数。低于平均值的乘数就意味着有获利空间，而高于平均值的乘数则意味着股票定价过高，经纪公司关于跨国公司股票的分析报告里就充斥着这样的对比。

主权国家之间存在的巨大差异又表明了：从很多角度上讲分析师是在拿苹果和橘子做比较。这无所谓，既然现金流量贴现法在华尔街已经失宠，分析师就需要为所做的投资推荐意见寻求一些理性上的支持，相对价值法刚好填补了这个空白。

小结

分析师已经成功地将美国的估值技巧运用到了国际证券的分析上。发达国家的市场也在采用美国的模式，但是存在着非常大的差异。汇率发生逆向变动的风险很难加以量化，但是它说明了对以美元计价的投资者而言，需要加上收益率溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 27 章

新兴市场

股票投资者在谋求价值增值的过程中，将目光放得很远。他们现在时常出现在第三世界的国家里，出现在那些股票市场还刚刚起步，基本法则还不清晰的国家里。在这一章里，我们将讨论如何把理性的分析方法运用到这些市场上。

1991 年，当我开始在世界银行下属的私人部门单位——国际金融公司（IFC）工作时，新兴市场证券投资还是一汪浑浊的死水。而现在，它已经成了华尔街一种常见的资产种类了。从 20 年前几乎为零投入开始，数千亿已经流入到这些证券中，许多资金经理也开始专攻这个方面。面对这种惊人的增长速度，美国的投资业尚未开发出一套研究方法来有效地评估这些充满潜力却又具有极高风险的投资机会。

在展开讨论之前，有必要先对“新兴市场”下个定义。世界银行在 30 年前首先创造了这个词语，是用于代替“发展中国家”的正面措辞。发展中国家指的是相对于高度发达、富裕的国家来说比较贫穷的经济体，富裕经济体的代表有美国、加拿大、西欧诸国、日本、澳大利亚以及其他几个国家等。按照世界银行的口径，发展中国家包括所有人均收入在 11 000 美元以下的国家。例如巴基斯坦，其人均收入只有 1 100 美元，而美国的人均收入是 42 000 美元。这个划分标准涵盖的国家人口总数约占世界人口的 85%，并包括了那些国内生产总值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(GDP) 快速增长的国家（如印度尼西亚）以及经济呈倒退趋势的国家（如津巴布韦）。

对于那些不经常出差的人们来说，很难想象有些发展中国家面临着极度贫困的问题。许多在我们大多数美国人看来习以为常的东西——电话、体面的住房以及家庭用车——都不是发展中国家的普通老百姓所能够考虑的。高收入的工作很难找，经济发展的机遇也十分有限，财富集中。

一些有代表性的国家和地区，如中国、智利和泰国等在经济上所取得的成功（以及当地股价的相应上升），使得外国投资者相信它们的股票具有巨大的升值潜力。

今天，已经有 70 多个发展中国家拥有股票市场，在交易所挂牌上市的国内公司数量接近 25 000 家（这相当于发达国家上市公司数量总和的很大比例）。在这 25 000家公司中，只有不到 10% 的公司股票交投活跃，而更小比例的公司则占据了市场资本规模的绝大部分。印度的情况很典型：20 只股票就占去了市值总和的 30%，从而导致证券分析师通常只关注某一市场上 30 ~ 40 只股票。图 27-1 描述了样本国家之间市值规模的差异。图 27-1 展示了典型的新兴市场上各公司市场份额的占比关系。

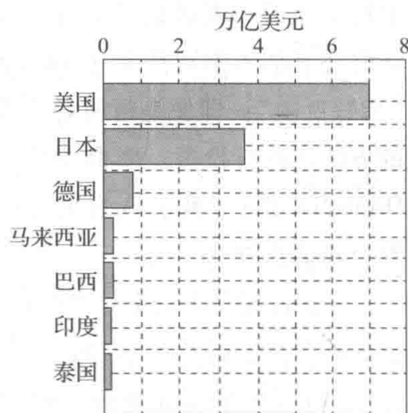


图 27-1 市值规模比较



图 27-2 典型的新兴市场

与主要的工业化国家的股市相比，发展中国家的股市显得相对较小。最大的新兴市场中国也仅相当于美国股市规模的 10%（包括中国香港的数据），而大多数其他发展中国家连美国股市规模的 1% 都不到。在 2009 年年初，全球证券市值为 40 万亿（美元），新兴市场占 14%。大多数当地股票都没怎么进行交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易，名门望族把控了大部分的交易。考虑到大多数股票较差的流动性，相对于国内经济，可供美国和欧洲投资者的投资机会可以忽略不计。基于这个原因，西方机构只分配了很少量的资金（如5%）给新兴市场。

新兴市场与证券分析

分析师们正尝试将传统的证券分析方法运用到这些市场上。他们撰写包括自上而下的审查、财务预测和相对价值在内的研究报告。尽管利用这类理性分析方法的种种尝试的确存在，但是这种分析思路还只是适用于少数几个发达程度较高的国家，以及少数一些发展中国家的少数几只龙头股。在这些市场上赌博心理占据了主导地位，那些不愿花费时间做分析的长线投资者，最好还是加入国别基金（country fund），这种基金或多或少还是某个市场的“指数反映”。即便是精明老练的投资者也强调采用国别投资而不是采取个股的方法来进行投资。摩根士丹利的前沿市场基金经理蒂姆·德林卡尔（Tim Drinkall）说：“我们认为我们收益的60%来自于对国家的选择，40%来自于对公司的选择。”

在国际发达市场中妨碍有效的证券分析顺利开展的六种因素（见第26章），也同样存在于新兴市场领域。

（1）信息披露不充分。

（2）可疑的交易行为。

（3）会计标准不清晰。

（4）可比公司数量少。

（5）管理层不关心股价的上涨。

（6）流通性差。

下文会对新兴市场中的这些因素进行讨论，并对新兴市场风险进行综述。

信息披露不充分

新兴市场国家对于信息披露的要求比发达国家低。此外，新兴市场国家的公司在影响公司业务的事件报道上态度很拖拉，财务数据的公布也很不及时。不同于许多美国公司和欧洲公司，新兴市场国家的公司并不会提供大量的统计数据，这让外界的分析师感到失望。许多公司的控制权掌握在创业家族手中，管理层（通常就是家族成员）会以竞争为理由，不情愿向公众提供信息及配合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师的工作。不过这种现象也有例外，就是那些以"美国存托凭证"的形式在美国挂牌上市的新兴市场公司——它们必须符合美国股票交易所的标准。

可疑的交易行为

内幕交易、搞老鼠仓（front-running）[㊀]、低下的执行效率以及其他诸多不当交易行为在新兴市场交易所内俯拾即是。这种情况令人联想起美国股市在20世纪初期缺乏监管时的情形。休斯·哈伯德（Hughes Hubbard）的一位律师爱德华多·维达尔（Eduardo Vidal）对这种问题进行了概括："对于拉美金融市场最大的抱怨并不是缺少成文的法律，而是缺乏执法力度。"外国投资者们已经将其视为开展投资业务的一项成本。

会计标准不清晰

新兴市场的会计标准正不断向国际金融报告标准（IFRS）改进，但发展中国家形态各异的会计制度以及对IFRS的不同运用，使得分析师在分析财务报告和估计公司当前的盈利能力时，面临着极大的挑战。而且随着公司信誉及等级的下降，这种难度愈来愈大。

不过，在美国以存托凭证的形式挂牌上市的新兴市场的大公司，则要遵循严格的会计审核与列示标准，还要将财务决策的结果以美元列示出来，并出具符合美国公认会计准则（GAAP）的英文翻译版本。其余新兴市场上的蓝筹公司（在一个市场上大约有30～40家）出具的财务报告通常也是对各自业务所取得的经济效益的客观反映。但是分析师在核实这些财务报告时要保持高度的警惕，并随时准备向管理人员提出尖锐的问题，这些问题往往会揭开掩盖完美的缺陷。我曾接触过一家墨西哥公司，它通过用低于账面价值的价格购入一些小型企业，来掩盖公司经营上的亏损。公司通过把购入企业的资产价值做高的手法实现了盈利，而所有的这一切都得到了公司独立审计师的认可。甚至四大会计师事务所也不能提供有效的保障。还有印度的萨蒂扬（Satyam），尽管它的审计师是普华永道，这家市值数十亿美元的国际IT公司还是遭遇了重大的会计丑闻。

当投资者着手分析那些占到新兴市场市值40%～50%的第二梯队的公司（second-tier firm）时，会计欺诈行为就会骤然增加。对于这一类公司来说，它们的一个重要目标就是把资产税、增值税和所得税降至最低。于是可能会有

㊀ 指基金经理先给自己个人账户买进某只股票，然后再为基金买，等股票价格拉上来之后，把自己的卖掉。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10% ~20%的销售收入没有申报，税赋也就相应地减少了。此外，第二梯队的公司中家族式的企业占了大多数，这些家族会毫不犹豫地牺牲外部股东的利益，在财务账上制造出各种个人费用。家族公司之间的转移定价行为也通常秘而不宣。如果一家公开上市的纸浆制造公司是从控股家族独自拥有的木材厂那里购入木材，那么木材的价格就只是记录上的问题了。尽管各国的监管当局也要求上市公司将账目交由独立会计师事务所（或者交由指定的审计师）进行审计，但新兴市场的会计师对这一类行为通常是视而不见，甚至连必要的调查研究都不去做。

大多数对新兴市场的证券研究报告都没能突出这些会计问题。如表27-1所示，这个缺陷更是证明了普通机构在冒险之前，最好做更多的调查研究工作。

表27-1 新兴市场企业的会计信息披露质量

以ADR形式在美国和欧洲挂牌交易的企业	披露标准非常高，有准确的审计报告和补充说明的美国GAAP文本
其他第一层次的新兴市场企业	财务报告比较客观地反映了经营成果。不过分析师在估计当前盈利能力时，必须进行详尽的分析
第二层次的企业	公开披露的财务结果值得怀疑。避税以及家族操纵企业的现象经常出现。外国投资者必须寻找额外的安全边际

可比公司数量少

相对价值分析法的信徒（大多数专业投资者都是）发现，新兴市场中的任何一只股票都缺少可比的同类公司，这可真是个棘手的问题。通常，解决方案就是把泰国一家电话公司的股票与另一个亚洲发展中国家（如印度尼西亚或者印度）的类似公司的股票进行比较。由于各个市场上证券的定价因素中，主权因素占了主要地位，所以这些比较方法有着致命的弱点，但专业投资者仍旧遵循此道。

不关心股票价格的提升

绝大多数新兴市场上的公司都由创立该公司的家族控制。这样一来，上市公司与公司外部持股人之间就存在着根本性的冲突。根据我的经验，家族不会去最大化外部股东的利益，他们只关心如何维持家族管理人员的权力，从而能够在公司里保持他们的地位与影响力。这一点与美国式投资者的哲学理念是背道而驰的，美国式的投资者希望看到的是公司采用进取型的战术来不断提升公司的股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种“家族优先”的态度在几个方面都有所表现。其一，在面对有良好增长前景的投资机会时，如果公司认为相应的融资会稀释所有权，就会选择放弃投资机会；其二，公司会明显地偏向于聘任家族管理人员，而不是聘任有经验的外部管理人员；其三，公司会以牺牲被动的外部股东利益的办法来达到增加家庭财富的目的（通过个人开支或内部交易的操作手法）。表 27-2 对这些方面进行了概括。

表 27-2 新兴市场股票的家族影响

家族控制的公司通常：
• 不会主动最大化股东利益
• 不愿意与分析师合作并提供信息
• 优先聘用家族管理人员而不是职业经理人
• 牺牲增长机会以避免股权稀释
• 允许不正当的内部安排
• 注重于规避所得税，而不是财务信息的充分披露

随着机构投资者在新兴市场上的地位日益上升，家族优先的这种偏见很快就会消失。与此同时，希望将家族优先的影响降至最低的投资者，应该去关注那些公共事业民营化行业和新科技行业。公共事业民营化行业指的是那些原来为各国政府所拥有的行业。由于原先属于国有，因此公共事业民营化企业不存在创业家族的问题，所有权也比较分散。这些民营化企业中的大股东通常包括那些奉行迅速创造价值原则的跨国公司。新兴市场的新型科技行业，例如移动电话公司或者有线电视公司（这些技术在新兴市场仍算新技术），则通常由本国投资者与国际公司组成的联合体共同经营，后者往往带有美国资产组合经理追求短期利润的偏好。

流动性问题

大多数发展中国家股票市场的流通性远不及发达国家股票市场的流通性好。投资者必须耐心地花好几个星期才能真正买入股票。类似地，想要撤出股票投资而不造成证券价格下跌，则意味着必须谨慎小心地卖出。

新兴市场中比较突出的三个风险是货币风险、国家风险和政治风险。

货币风险

美国投资者在新兴市场将会面临大量的货币风险。新兴市场货币对美元的非预期贬值时常发生，这种非预期贬值会导致股票价格下跌，无论是以本币还是美元进行标价。在过去 10 年里，幅度在 50% 以上对美元的突发贬值，已经在阿根廷、土耳其、罗马尼亚和赞比亚等多个国家发生过了。

与诸如日本和德国这样的发达国家不同的是，新兴市场上并没有外汇套期保值机制。有许多投资者希望规避这些国家存在的货币贬值风险，但是没有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家金融服务机构愿意冒险做这种担保。贬值的风险实在是太大了。

国家风险

不同于美国，大多数新兴市场国家都缺乏独立的中央银行。其经济稳定性是由变幻莫测的政府政策决定的，立法者也不能认识到发达的金融市场所能带来的好处。相比之下，外国投资者都想寻找在政治上和经济上都比较稳定的国家进行投资。一些主要从事出口业务（例如金矿采掘或是石油开发的特殊公司）不在此列，因为这类公司的收入主要是类似美元这样的硬通货。

政治风险

除了宏观经济问题，外国投资者还会评估政府是否会对他们的证券投资进行干预。这些干预被称为政治风险，它们包括外汇管制、法律歧视和财产没收。举个例子吧，就在本书出版前夕，[一]俄罗斯将外国的石油公司——委内瑞拉国有西部子公司和玻利维亚的外国债权人强行挤出了市场。

股票定价原则

在典型的第三世界国家中，依赖于现金流量贴现法和相对价值法的准科学式投资者，在数量上远远没有投机者、全球轮动套利者（country rotator）和短线投资者那么多。于是，股票的定价往往与利用本书介绍的方法计算出来的“公允经济价值”没有什么关系。这种不一致性为投资者提供了很有意思的投资机会（无论是做多还是做空），但是新兴市场进行自我“修正”的时间与美国市场修正定价无效率性所需要的时间相比，有时候显得太长。经验丰富的新兴市场专家也同意这种观点，并建议投资者采用长远的目光来看待问题。

邓普顿基金（Templeton Funds）新兴市场研究部主任马克·莫比尔斯（Mark Mobius）对这种长期投资的哲学理念进行了概括：“对于那些耐心的、愿意以勤勉和持之以恒的态度，去贯彻那些正确并经过实践检验的原则的投资者来说，用长远的目光来看待新兴市场将会带来丰厚的回报。我们的研究报告中采用的方法并没有将注意力放在短期，因为我们的受托资金不是3个月、6个月或是1年，而是至少5年的周期。”然而，并没有什么证据能够证明经风险调

[一] 此书英文版出版于2010年。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整后，新兴市场相比于发达市场能够提供更多回报。国际金融公司（International Finance Corporation）的总经理安德鲁·贡特尔（Andrew Gunther）对这一情况进行了解释："相较于投资发达国家，投资新兴市场需要你把所有事摆平——国家、政治和货币，仅仅关心公司财务和公司管理是不够的。"

和美国及西欧的证券市场比起来，第三世界的股票市场更加反复无常，股票从波峰到波谷，从波谷到波峰，都会在很短的时间内完成，不像美国的市场从波峰到波谷会有更长的时间间隔。某个投资者可能会认为一只委内瑞拉股票的内在价值是7 000博利瓦/股，于是在5 000博利瓦/股的价格买入这只股票。但是，如果市场情绪转向悲观的话，股票的价格可能会在几周之内轻易下跌30%（跌至3 500博利瓦/股）。即使安全边际增加到50%，投资者也需要有极强的承受能力来设法从低价回本，他永远不能确定价格是否已经跌至了谷底。

对于如何在新兴市场选择股票这个问题如果进行详细的分析，已经超出了本书的范围（有兴趣的投资者可以参考作者本人所写的《新兴市场：一本面向公司、放贷人和投资者的实用手册》一书），不过有几条原则在个人投资者采用自上而下方法进行分析时还是可以适用的。表27-3列举了这些原则。

表27-3 新兴市场——股票选择原则

购买新兴市场股票应注意的一些原则：

国家
- 经济比较稳定
- 政治风险适度

资本市场
- 公平交易和充分信息披露的表现
- 流动性的程度能让投资者轻松进出

行业
- 良好的增长前景
- 具有国际竞争力
- 利润不依赖于：
    - 关税
    - 配额
    - 其他贸易壁垒
- 寡头垄断确保利润率

公司
- 现代的管理技术
- 所有权结构分散，或是具有较大影响力的跨国公司股东（这些公司热衷于抬升股价）
- 通过家族或是管理层，与政府有着密切的联系
- 以往业绩记录良好，资产负债表情况很好
- 增长前景看好
- 收入的一部分是出口，且由美元或欧元定价
- 股票价格与安全边际原则相吻合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本市场

因为在新兴市场上没有几只股票会逆大势而动，因此投资者要对市场的上扬走势（或者是下挫走势——在卖空的情况下）抱有充分的信心。此外，最低标准的公平交易行为和真实的信息披露，对于外国投资者来说也是很好的加分项。由于许多国家正在承受很高的通货膨胀及汇率风险，以美国的标准来看，新兴市场的利率也是很高的。作为最大的新兴市场之一，俄罗斯的当地利率一直保持在15%左右。

行业

外国投资者首先关心的事情是找出各国具有良好发展前景的行业。令人惊奇的是，许多在美国被认为停滞不前的行业在新兴市场都炙手可热。一个很好的例子就是电力行业。在美国这一行业已经很成熟了，单位产品销售额增长率每年不过是2%～3%。相比之下，在菲律宾和巴西这样的市场上，电力需求的增长率可以达到该数字的两倍，因为经济的进一步繁荣意味着更多的电力设备及家用电器需求。在2010年，越南每100个人才有一辆汽车，这在发达国家只算很低的比例。越南的汽车销售预计会在今后的许多年里保持每年10%～12%的增长。

新兴市场的各个行业为了确保能给股东带来长期回报，必须在价格上具有竞争优势，否则就会有替代厂商进入市场。如何确定一个行业的经济效率以及外部厂商进入市场的威胁程度，也是一个不小的挑战。在许多新兴市场，为了防止外国厂商的竞争，通过巨额关税、进口配额或者由政府实施强制性的监管政策，对本国产业施加了深度的保护措施。在这种人为定价机制下，一个按国际成本标准来衡量缺乏效率的行业，却同样可以产生持续的利润。例如，得益于政府强制征收的消费税，越南的汽车行业在与进口汽车的竞争中生存了下来。

另一方面，人为的定价环境又使得本国厂商可以制定寡头垄断价格（oligopolistic price），从而能够产生超额利润，并且造成厂商能够带来超额回报的形象。在墨西哥，尽管受到了极其富有的并极具前景的当地竞争者和外国竞争者的不断冲击，墨西哥电信公司（Telmex）还是控制了当地电话市场90%的份额。墨西哥电信公司的政治影响力以及它的CEO——亿万富翁卡洛斯·斯利姆（Carlos Slim）妨碍了市场竞争和价格降低，造成的结果就是：墨西哥电信公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成了一家极能盈利的垄断企业。

分析师在进行分析时，要根据各种保护性措施的性质，来决定这些措施是否代表着持续性的竞争优势。企业对于政府（或者是未来的政府）是否具有充分的影响力，能够将现状维持下去？如果答案是否定的，分析师就必须对保护撤销的可能性以及具体时间做出估计。例如，墨西哥的水泥产业通过许许多多的政府管理部门获得了进口保护，而墨西哥的包装食品行业却从未享受过这样的好处。

从业者还必须考虑行业厂商为了击退国际竞争者所需要的资金。所需资金越多，意味着新股发行得越多，红利越少，最终造成股价下跌。

如果某个行业的国际竞争优势非常明显——例如廉价的劳动力、廉价的货币、宽松的环境管制或者丰富的自然资源——分析师就需要弄清楚，这种优势能够保持多久。新加坡相对较高的工资使得科技含量较低的装配行业转移到了工资较低的马来西亚。但是，随着马来西亚工资水平的上升，装配行业又转移到了印度尼西亚。瑞典机电设备生产厂商阿西亚·布朗·勃法瑞有限公司（Asea Brown Boveri，ABB）的亚洲区执行总裁保罗·齐格勒（Paul Ziegler）曾在彭博会议上说过：“哪里的制造成本最低，你就在哪里生产，这是人人都懂的常识。”中国评估了化学工业、采掘工业和能源板块对环境造成的破坏后，它开始监管那些环境污染最严重的企业，结果这些企业的运营成本升高了。墨西哥的石油储备正在以很快的速率不断下降，如果不能勘探出新的石油，它的经济发展就会面临威胁。

公司

公司的选择过程所涉及的技巧与本书前面讨论过的类似。良好的发展前景、稳健的资产负债表、西方式的管理以及深谋远虑的公司实际控制人这几点尤其值得关注。此外，由于新兴市场的经济运行带有浓厚的政府干预和随意监管色彩，因此与执政党有着密切联系的公司就是很好的投资项目。同时，由于新兴市场国家的政府时常更迭，政治影响力也会发生变化，所以选定为投资对象的公司是否具有内在的竞争实力这一点也很重要。荷马特·保罗（Helmut Paul）是达比海外投资公司（Darby Overseas）的资深顾问，他解释道：“在今天全球范围竞争的前提下，仅仅按国别标准或地区标准来衡量一家新兴市场公司是否优秀是不够的；它必须按照全球标准来衡量是否具有竞争力。仅仅有一个良好的分销网络和本国驰名品牌是不够的，因为在国际竞争之下，这些东西都很容易复制出来。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务预测

在外国发达市场，投资者会以本地货币进行财务预测，之后再将结果换算为美元。这项工作包含了对未来汇率的假设。和更富有更发达国家的外汇（FX）汇率假设相比，新兴市场的汇率具有更大的不确定性。例如，2008 年 11 月投资银行发布了 Natura 公司（一家巴西个人护理公司）的现金流量预测报告。每年的本地货币财务预测都是在假定的巴西雷亚尔对美元外汇汇率的基础上完成的，接着这个结果会被换算成美元，并把汇率写入报告里，具体形式见表 27-4。写成这种形式的原因是——分析师所分析内容的读者是美国和西欧的投资者。

表 27-4 将当地货币结果换算为美元：Natura-Brazilian 公司

（单位：10 亿）

	估计值	预测值				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
平均外汇汇率	1.78	2.00	2.05	2.12	2.17	2.22
巴西雷亚尔销售额	3.6	4.0	4.7	5.3	5.6	6.2
美元销售额	2.0	2.0	2.3	2.5	2.6	2.8

正如表 27-4 所示，分析师预测巴西雷亚尔对美元轻微贬值——汇率从 2008 年的 1.78 到 2013 年的 2.22。这个预测结果非常乐观。事实上从 2008 年到 2009 年 3 月，仅仅 5 个月过后，外汇汇率已经增加到 2.40，这在金融危机中是被投资者视为主要货币安全临界点的数值。

资产负债表

第三世界国家都有很高的货币贬值风险，为了给当地货币投资者补偿这种风险，许多第三世界国家的利息都定得很高。例如在巴西，即使在通胀很低的情况下，最好的企业信贷短息利率一般都在 15% ~20%。和大多数新兴市场一样，巴西没有固定利率的本币债务和长期本币债务。无论对机构还是个体来说，光是想象一下持有这类债务就足够恐怖了。

为了匹配长期资产和长期负债，发展中国家的公司有时会借入一些固定利率的外币债务，通常是美元或者欧元。例如，在 2008 年一家顶级巴西公司可能会借入 8% 固定利率的美元债务，这样就不用借入 18% 固定利率的本币债务，从而直接节省了很多钱。但是，在当地货币严重贬值的情况下，比如贬值 50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，借款公司就需要筹集几乎双倍的当地货币才能够偿还外国债务。对未持有美元标价的出口收入的公司来说，及时偿还是一个挑战。货币贬值和外国债务同时起作用，已经让很多第三世界的借款者破产了。因此，分析师需要特别留意一下第三世界公司资产负债表上的外币债务。表27-5说明了货币贬值是如何推动杠杆的。

表 27-5 巴西借款人及本币贬值

（单位：百万巴西雷亚尔）

资本结构	贬值前	贬值50%后
债务：		
巴西雷亚尔标价（R$）	1 000	1 000
美元标价（US$）	1 000	2 000
股本	4 000	3 000
	6 000	6 000
债务/(债务+股本)	33%	50%

在2005年到2007年这个时间段里，一反长期的贬值趋势，许多发展中国家的货币都对美元升值了。随着2008年金融危机的到来，投资者都聚集到了安全的美元下面，这种升值趋势又回归了正常。在波兰，波兰人用低息瑞士法郎贷款来购买住宅。波兰货币兹罗提在2009年崩溃了——对瑞士法郎贬值了50%，波兰的房屋抵押贷款人发现他们需要偿还双倍的兹罗提，而兹罗提正是他们的工资货币。

新兴市场股票贴现率

虽然在机构投资者组合管理中，新兴市场股票的地位越来越高，但理论研究者和投资实践者就任意股票贴现率的决定机制还未达成一致。

资本资产定价模型

尝试使用美国资本资产定价模型时会遇到如下问题：①β回归公式能否用到本地市场和美国市场上；②当本地市场被一小部分股票垄断了，没有广泛的投资组合时，β的可信度问题；③计算第三世界股票的β值时，其主权风险和货币风险不清晰；④新兴市场环境变化迅速，因此能否使用这种基于历史的公式仍然存疑。尽管存在以上问题，投资者仍然会通过以下步骤来使用CAPM进行股票定价。第一步，求出发达国家中同类公司的非杠杆型beta值的均值；第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二步，使用新兴市场公司的负债产权比率将这个均值再杠杆化；第三步，凑合将这个“假”beta 值代入如下贴现率公式进行计算：

$$k_{新兴市场} = R_F + \beta(R_M - R_F) + 国家风险溢价$$

式中 $k_{新兴市场}$——股票的预期美元回报率；

R_F——10 年期美国政府债券收益率；

β——股票的“假”β 值（即将美国、欧洲和日本的同类公司的非杠杆化的 β 值的平均值，通过使用新兴市场公司的负债产权比率杠杆化后所得的值）；

R_M——10 年期美国政府债券收益率（R_F）+7%；

国家风险溢价——主权债券收益率减去美国政府债券收益率。

权益报酬率

从业者团体偏爱权益报酬率，即使这种方法是建立在不那么科学的假设上。正如第 7 章中针对美国公司描述过的，权益报酬率的计算过程从无风险折现率加美国股票风险溢价的总和开始。然后把①国家风险溢价（其定义是：以美元标价的主权债券和美国国债的价差）和②当地行业风险和特定公司风险（两者的估计都是基于发达股票市场的类似行业风险和公司风险得出来的）的粗略估计加到无风险折现率加美国股票风险溢价的总和里。如表 27-6 所示，通过权益报酬率计算，Natura 公司 2008 年 10 月的预测美元回报率应该是 16.20%。

表 27-6 巴西公司 Natura，美元现金流预测中的美元折现率预测（2008 年 10 月） （%）

无风险折现率（10 年期美国政府债券收益率）	6.00
美国股票风险溢价（投资宽基指数的溢价）	7.10
巴西国家风险溢价（以美元标价的主权债券收益率减去美国国债收益率）	4.80
行业溢价（Natura 所在的消费者护理行业）	-1.20
规模溢价（Natura 是一家大盘股公司）	0.00
个体公司溢价（Natura 负债低、多元化）	-0.50
	16.20

一旦折现率确定下来了，分析师就可以：①开始 Natura 公司的现金流预测；②估计交易的最终价值［一般使用企业价值倍数（EV/EBITDA）来进行估计］；③将该折现率应用于年度现金流量和最终价值上。和大多数现金流量折现法一样，终值占净现值（NPV）的很大一部分。通过这种方法，计算出了 Natura 股票的内在价值是 10.26 美元/股。在当时，Natura 的股票成交价是 17 巴西雷亚尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

/股，或者8.50美元/股。如果考虑15%的安全边际，那么就可以买入Natura。具体结果见表27-7。

表27-7 Natura公司——2008年10月净现值计算

（单位：百万美元）

	2009	2010	2011	2012	2013
外汇汇率预测	2.00	2.05	2.12	2.17	2.22
净现金流量	-56	112	214	308	367
最终价值	—	—	—	—	8.000
	-56	112	214	308	8 367
折现因子	1.16	1.35	1.57	1.82	1.12
企业净现值	4 315				
-2008年的债务	-260				
+2008年的现金	336				
股票净现值	4 391				
股票数量	÷428				
2008年10月每股现金流折现价值	10.26				

注：通过该计算方法得出的股票价值和16.20%的美元折现率比实际值要稍微小一些。

新兴市场股票的折现率会比美国的同类股票折现率高出好几个百分点，最小的差距应该是主权债券收益率之差（图27-3展示了好几个价差）。随着风险程度增加，溢价也会增加。由于在新兴市场上国家风险和货币风险要大于个别公司的风险因素，从业者们会按国家来进行风险溢价分类。低风险的国家如智利，高风险的国家则有俄罗斯等。表27-8简要列出了不同风险程度的国家及其目标回报率。

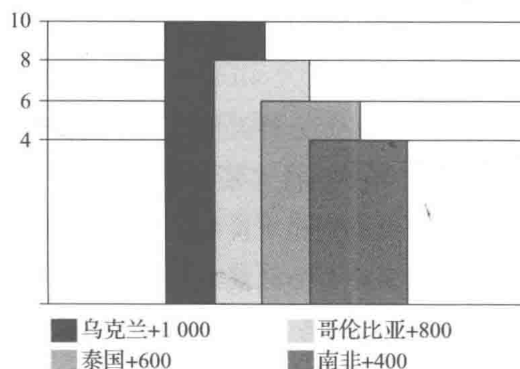


图27-3 2008年10月，新兴市场主权债券和美国国家债券收益率之差

表27-8 以国家分类的新兴市场目标回报率

低风险	目标回报率
智利 马来西亚 泰国	15%～20%
中风险	
巴西 中国 印度 墨西哥 土耳其	20%～25%
高风险	
孟加拉国 尼日利亚 俄罗斯	25%～30%

由于目标回报高，许多新入新兴市场的投资者会期望在股票市盈率（P/E）和企业价值倍数（EV/EBITDA）相对于发达国家中同类股票稍低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，来进行股票交易。毕竟如下列公式所示，在股利贴现模型中 k 越大，P 就越小。

“稳态”或“不变”增长模型

$$P=\frac{D_1}{k-g}$$

“两阶段”增长模型

$$P=\frac{D_1}{1+k}+\frac{D_2}{(1+k)^2}+\frac{\frac{D_{n+1}}{(k-g)}}{(1+k)^n}$$

式中 P——股价；

D——年度现金股利；

k——以百分率表示的，投资者所要求的年度回报率（在两步模型里 k_n 可能比 k 低）；

g——以百分率表示的，年度股利增长率；

n——股利增长为恒定值的年数；

尽管有观点认为应该在低市盈率和低企业价值倍数时交易的观点，但新兴市场上的交易却时常发生在高市盈率时。更高的预期增长率才能平衡更高的期望 k 值。此外，随着国家经济的不断成熟，投资预期到 k 值会减小，而 k 值减小就会使市盈率更高。

新兴市场上的相对价值分析法

尽管股利贴现模型有合理的逻辑基础，但研究分析人员都不采用这种做法。读者都知道，k 值和 g 值的计算本身就不准确。除了基于现金流折现分析所得的股票的内涵价值，投资者还希望进行股票的相对价值分析。在相对价值分析法中，研究人员将一只股票的正面因素和负面因素拿来与同种行业类似股票的这些方面做比较并进行评价。然后再将各只股票的估值倍数进行对比。

对于新兴市场股票来说，股利贴现法遇到的问题与发达国家市场上遇到的问题完全一样，相对价值法同样问题多多。在大多数新兴市场，分析师没有太多（甚至根本就没有）的同类股票可以用来推算企业价值倍数、市盈率和其他比例。于是分析师不得不去估算在各个国家同类公司的相对价值。这样一来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Telmex 公司（墨西哥）就被拿来与 Telebras 公司（巴西）、Telefonica de Argentina 公司（阿根廷）和 CTC 公司（智利）做比较。这样做有个明显的问题：由于每家公司所处国家不同，在用自上而下分析法做预测分析时，每家公司的宏观经济起始数值自然有很大的差异。表 27-9 给出了无线通信行业的示例。

表 27-9 无线通信同类公司——新兴市场的典型相对价值分析表（2008 年 10 月）

公司	国家	企业价值倍数
MTS	俄罗斯	2.8
Mobinil	埃及	4.1
MTN	南非	4.8
Turkcell	土耳其	4.3
Vimpelcom	俄罗斯	3.2
Zain	中东，撒哈拉以南的非洲地区	6.6

注：由于新兴市场缺乏可比公司，新兴市场中的电信业分析师不得不进行跨国比较。Zain 公司的宏观环境风险最高，但撒哈拉以南的非洲地区的移动电话使用正飞速上升。

分析师应该对相对价值比较的企业价值倍数和市盈率这两个统计数值进行调整，但通常他们没有这么做，至少没有在定量分析上这么做。这些股票的国家因素和货币因素都糅合到了价值比例中，对于它们之间的转换关系也很少加以说明。因此，摩根大通证券分析师安德里亚·特谢拉（Andrea Teixeira）认为："由于这些新兴市场的公司处于不断成熟的时期，所以比起相对价值分析法，我们更倾向于现金流折现分析法。找到相似的高增长公司是很难的，因此我们在公司的不同发展阶段进行现金流估计。然而，对经济动荡时期的盈利能见度和增长风险比较在意的证券投资者还是不太能够接受将折现现金流作为价值度量标准。"我们应不应该将一只巴西股票的估值倍数相对于一家智利公司（智利的风险要低得多）调低 4 个单位？没有人愿意给出具体的数值。

最终造成的结果是在新兴市场上，从业者有时候会将现金流折现分析和相对价值分析的结果按第 19 章中介绍过的方式融合起来。例如在 2009 年 3 月的权重是现金流折现分析占 60%，相对价值分析占 40%。

小结

大多数美国机构和欧洲机构都将它们股票资产的一部分分配到了新兴市场上。这些市场确实提供了很好的投资机会，但问题的关键在于美国式的研究方法并不是放之四海而皆准的。对折现率共识的缺乏、可比公司样本小、信息披

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

露不充分、不可信的监管环境以及流动性差这几点，会使运用本书技巧的投资者受到打击。额外的拓展研究能够在某种程度上减轻这些因素带来的负面影响。但如果投资者不是大股东的话，这种拓展研究是不太经济的。

此外，这些市场中的实际交易模式说明，传统的股票选择技巧远不如国别方面的考虑来得重要。投资者会忽略各只股票之间的重大差异，而只关心整个国家的情况。这种做法有助于利用无效定价来获利，但如果你是个依赖于基本面分析来赚取超额收益的投资者，那么你还得准备经受各种投机力量的冲击。最后的结果是，只有承受能力极强的投资者才能参与这些市场上的角逐。

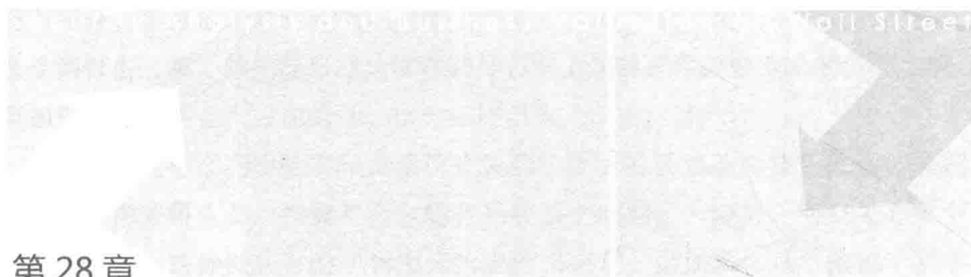
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分

结　论

第 28 章　资产的繁荣和萧条
第 29 章　结束语

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 28 章

资产的繁荣和萧条

2008 年的股灾暴露出了资产分析行业、投资行业甚至整个金融产业的问题。对华尔街进行改革的尝试也将功亏一篑，使得各个经济体陷入另一场金融恐慌当中。证券分析师和从事公司估值的个人应当尝试着从最近这一轮兴衰中汲取经验教训。

过去的 10 年间出现过两次熊市，当时股票市场至少下滑了 40%。股价下跌幅度之大、速度之快使得绝大多数的分析师始料未及，也使得股票在任何情况下都是优于公司债和现金的投资工具这一说法不攻自破。长期来看，分散化的股票投资组合的表现要优于债券和现金，但中期或至少短期来看，经济低迷使投资者们受到了重创。这一问题在 2008 年的时候愈演愈烈，因为全球指数（包括美国、西欧和新兴市场）同时暴跌，股票投资者们避之不及。各经济体之间的固有内在联系意味着各国的股票市场也相互影响。因此，当美国投资者发现与国内市场走势相反的股票时也会忧心忡忡。除了展现了资本主义经济体的兴衰更迭，2008 年的经济危机也让公众对政府监管者产生了失望。

未来金融行业和监管机构如何处理类似的问题将影响到投资决策的过程。他们的赌注巨大，因为千千万万普通民众的储蓄和心理安宁并非儿戏。

2008 年金融危机：起因

2008 年的金融危机从根本上讲是集信贷泡沫、房地产泡沫和消费泡沫于一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身的。宽松的贷款标准推动了房地产价格持续一段时间的猛涨，投资者也相信房价永远不会下跌（尽管在 1990 ~ 1991 年的衰退期间房价曾有过下降）。房地产的账面利润驱动着消费的大幅增加，从而对经济增长、企业利润和更高的股价做出了贡献。企业绩效的增长推动杠杆收购、银行的风险贷款和不稳定的垃圾债券的数量创下历史新高，它们当中几乎没有多少能够通过经济衰退的压力测试。"人们头脑发热，都不想轻易掉队，" 太平洋第一顾问（First Pacific Advisors）的一位曾经经手过许多交易的投资组合经理朱曼说，"大多数人都知道这是虚假的，但是金钱的诱惑太大了。"

那些反对痴迷于短期佣金和交易费用的人很有可能会遭到解雇。为了说明这一点，可以考虑一下内部检举人保罗·穆尔（Paul Moore），他曾经是英国银行业巨头苏格兰哈里法克斯银行（HBOS）的风险部门主管。在官方证词中，穆尔先生曾经警告过英国的银行监管机构——英国金融服务管理局（FSA）："HBOS 的扩张速度过快，销售文化失去了控制，任何站出来说话的人都会被贴上'麻烦制造者'或'扫兴者'的标签。" 穆尔先生随即被苏格兰哈里法克斯银行解雇，FSA 也忽略了他的警告。然而时隔不久，HBOS 就损失了数十亿，而后接受了巨额的政府救援。

美国房地产泡沫的破灭

2008 年，在美国房价持续飙升了一段时间之后，市场开始崩溃。放贷人对房屋的价值越来越看好，甚至抛弃了他们之前保留了几十年的、有关向支付最低比例（如购买价格的 5% 或更少）首付的高风险借款人放贷的经验。**资产证券化**（securitization）（一种将个人房屋抵押贷款集合出售给投资银行，投资银行再打包转售给距离当地房地产市场较远的机构的新操作）使得原始放贷人更好地避开了可能的违约。因此，在这场金融危机当中出现了一个有趣的现象：德国的一家大银行因为加利福尼亚的抵押贷款违约而走向了破产。

2008 年，当房价的上涨开始放缓，数百万的借款人发现其贷款处于水下（即房屋的价值低于抵押贷款的本金）。与其继续投资于递耗资产，很多人选择违约。根据大多数州的法律，放贷者只能获得抵押的资产，而不能要求借款者以个人资产进行偿还。另外一部分相当大的不良资产来自于 2008 ~ 2009 年的经济衰退，当时大量的借款人失去了工作，无力偿还抵押贷款。

证券化的复杂性使得精确计算银行资产组合的损失变得困难，预期损失的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模使得资本市场焦虑不安。那些持有大量美国住房抵押贷款的金融机构遍布全球，因此危机蔓延到了多个国家。银行同业拆借、商业票据以及其他的货币市场都冻结了；接着，抵押贷款部门的问题又蔓延到了其他或多或少都会依赖于获得信贷的其他行业中。股票投资者寻求避险，数十亿的资金从对冲基金、股票和房地产中出逃。由此导致的股市下跌（曾一度达到54%的高点）使得像沃伦·巴菲特（下跌51%）和美盛集团赫赫有名的比尔·米勒（Bill Miller）（下跌56%）这样的顶级投资者都被套牢。

正如伟大的华尔街的营销团队过去在对待互联网股票、新兴市场以及生物科技公司时所做的一样，他们持有住宅房地产并大力推销。与早前的资产泡沫不同，“华尔街和华盛顿（也就是联邦政府）行动一致，营造出一种存在安全网的错觉。”阿达尔咨询公司（Arda Advisors）的布赖恩·耶杰（Brian Yerger）在提到2008年的恐慌时说道。联邦政府通过房利美、房地美以及某些立法，鼓励了次级贷款的扩张。监管的不足又使得这些贷款如雨后春笋一般不断增长，以至于最后崩溃时也牵连了其他的部门。

投资者的过度乐观，在某种程度上说，是因为缺乏对次级抵押贷款的估值、相关的资产证券化以及错综复杂的衍生品合约的理解。这些产品通常都由诸如银行、保险公司和养老金基金之类的机构购买，这些机构绝大部分都不会对标的抵押物进行独立的调研分析，也不会进行针对房屋价格下跌的敏感性分析。相反，它们依赖给予大多数资产证券化产品高评级的评级机构，错误地认为房地产价格的下跌是非常遥远的事。评级机构从来没有声称过自己一贯正确，但是它们却将评级工作的尽职程度止步于最低评级费用的范围（如12万美元），即使在面对高达10亿美元的大额资产证券化时也仍是如此。

事后来看，这些机构应该自己进行独立的评级分析。但是它们试图逃避短期费用的行为却打破了底线。例如，假设一家机构想要购买总额为10亿美元的住房抵押证券化资产其中2亿。这一证券化资产包括5 000份平均本金为20万美元的次级贷款。为了检验潜在贷款的质量，机构会随机抽取这5 000份贷款文件中的10%。每份文件的独立审查，贷款的软件分析，资产组合的压力测试，以及撰写结论需要花费17.5万美元。完成这些任务以后，机构会出具一个客观的报告，用以与评级机构的评估进行比较。在17.5万美元的价格点（大概是所考虑的2亿美元的0.09%），机构完成了在第12章和第19章提出的在投资决策前仔细审查的目标。

这一行动并不能确保不会发生损失，但它减少了出错的可能。然而，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年到 2008 年，短期收益的目标支配了许多机构的长期考虑。“它们选择不在评估上耗费过多的成本。”坚决资本（Resolute Capital）的总裁尼古拉斯·哈芬雷弗（Nicholas Haffenreffer）指出。

裁判员的失败

美国的资本市场存在着许多的裁判员，他们努力灌输秩序感与公平性。2008 年的大危机之前，所有的裁判员都犯了错误，让投资者和群众陷入更加糟糕的境地。三个主要的裁判是：

- 政府监管机构；
- 独立的会计师事务所；
- 信用评级机构。

二级裁判员提供股票价格和发行人不当行为的进一步检查。这些团体包括：

- 证券分析师；
- 证券交易所和行业监管者；
- 内部检举人；
- 商业媒体。

政府监管机构

联邦监管机构的日常工作有充足的资金支持，但它们却非常失败。事实上，《纽约时报》发表社论：“没有任何的官员或者监管者，通过预警即将发生的灾难或采取强有力的行动打击加剧灾难的过分行为，将自己与其他监管者区别开来。”著名的联邦机构，如美国证券交易协会（SEC）、美联储、联邦存款保险公司（FDIC）和美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）都是被动而非主动的。它们继续回复邮件、只看财务档案的表面的习惯。它们的不作为，使得政府和投资者付出了比积极主动、坚实执行的情况下多出数万亿美元的代价。

联邦监管机构配备了过多的律师，但这些律师却对圆滑的运营商和狡猾的发行人的游戏规则知之甚少。2009 年，我做的一项关于八大联邦监管机构的调查显示，1 万多名员工中，仅有 45 人获得了 CFA 金融特许分析师资格认证，而这一资格还只是财务敏感度的最低要求。那些竞争力更强、更有抱负的员工通常会辞职，去比政府薪酬更高的行业工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于无法批判性地分析，美国证券交易委员会在2004年对最大的经纪自营商的控股公司，如雷曼兄弟、贝尔斯登、美林证券和花旗集团等采取了综合监管的资本规则，这些公司全部都遇到了严重的麻烦。新的规则放松了资本要求，并允许这些公司用自己的模型来计算风险。

导致监督问题的“监管俘获”（regulatory capture）现象已经被政府各级观察员所关注。无论是在本地开发商的控制下不断堕落的当地治理局，还是从公用事业公司接受订单的公共事业委员会，抑或是从它所负责的部门受到不当影响的联邦监管部门，监管者都开始将那些强大的受监管的公司（而不是那些数量众多、更容易被忽略的有权受到其保护的公民）视为伙伴。由于金融部门涉及的资金数目庞大，这一现象所带来的成本尤其巨大。

独立的会计师事务所

安然（Enron）公司大量的会计丑闻导致该公司在2001年破产，以及美国最顶尖的会计师事务所安达信（Arthur Andersen）的消亡。安然事件例证了互联网新兴时期上市公司草率报告的特点。这引起了投资者的强烈抗议，也为《萨班斯－奥克斯利法案》铺平了道路。这一法案设立的新规定有额外的会计要求，这些要求和由此带来的审计费用加重了上市企业的负担。很讽刺的是，这一立法给注册会计师们带来了丰厚的收入。他们制造了麻烦，却获得了巨大的利益。

这些新的规定造成了大范围的重新洗牌，但却几乎没有持久性的影响。案例分析：资产负债表的核算，之前的规则漏洞允许安然逃避了巨额债务的整合，并且允许将其列为表外项目。《萨班斯－奥克斯利法案》颁布之后，规则变得更严了。然而，这并没能阻止花旗集团和其他的金融巨鳄从内部渠道担保巨额债务，并记到表外。最终的结果是，花旗集团的资产负债率实际上要比监管机构记录在案的高出许多。会计师事务所在这可耻的过程中推波助澜，极大地推动了金融恐慌的蔓延。

尽管对这些复杂且未经考验的投资缺乏专业认知，会计师事务所仍然承担了对金融机构账面上的次级抵押贷款和衍生产品估值的工作。这项政策为公司的客户节约了雇用第三方评估师检验会计分录的费用，但却对提供贷款者和投资者不利。在很多情况下，会计师事务所在某天认证了一家客户的资产负债表，两个月以后在客户进行一项巨额减记时，才会发现之前的数目都是虚构的。在一起事件中，司法部报告指出：“毕马威允许次级抵押贷款公司新世纪金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（New Century Financial）改变其会计计算法则，在房地产繁荣期间显示高收益。但在保守的会计处理下，应当显示损失。即使在坏账增加时，该公司仍然降低了坏账准备。”

会计师为他们的客户扭曲了规则，使得联邦政府和投资者损失了数万亿美元。但是截至撰写本书时，四大会计师事务所却没有任何一家因此而受到惩罚。也没有任何一位四大的员工因为他们在3 000亿美元的银行渠道会计丑闻中的所作所为被起诉，甚至受到制裁。尽管损失巨大，由客户对会计师进行支付的关系并没有发生改变。因此，会计师们感到了要么激进地应用规则，要么承担失去客户的风险和压力。20世纪70年代罗伯特·威斯科（Robert Vesco）非常恰当地描述了这一互动关系：“所有的大会计师事务所都是一样的。它们投入战斗并提高账单，但最终它们还是会玩它们该玩的把戏。只有在绝对有诈的时候它们才会吹响口哨。”

信用评级机构

这本书的许多读者可能不知道，信用评级业务是政府认可的寡头垄断。这令人垂涎的地位起源于20世纪80年代，当时储蓄和贷款保险公司遭受的打击使得联邦和州政府花费了上千万。监管机构从这次灾难中得到的启示是，如果没有第三方仲裁者的帮助，政府担保的金融机构做出的投资决策不能信任。由于政府在这方面缺乏专业的知识，当局将这一职能外包给了信用评级机构。从那时候开始，几乎每一个大规模的贷款或者银团贷款都需要进行信用评级，否则机构会拒绝购买，以免政府强制要求他们在对这些未评级的投资工具上计提过高的损失准备金。这一安排给两大评级机构——穆迪和标准普尔（它们给发行人而非政府开出账单）带来了超高的利润，但却造成了机构依赖评级而不亲自进行调查的风气。

直到抵押贷款证券化的爆发之前，这一系统都合理、良好地运作。例如，15年前，机构很少参与到投资者驱动的对新兴市场债券的追捧中，因为评级机构给予了那些在之后出现经济问题的国家较低的评级。在1999～2001年的互联网泡沫中，机构也是相对毫发无损的，因为几乎没有任何高科技公司拥有能使其满足发行大型债券资格的运营记录。然而2005～2008年的房地产泡沫是信贷推动的，评级机构处于风口浪尖，许多数额巨大的证券化交易都被评为投资级。未预期到的违约通过依赖评级的银行、保险公司和投资基金之间的菊花链（daisy chain）蔓延肆虐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和会计师事务所一样，评级机构也逃脱了因忽略抵押贷款部门而应得的惩罚。事实上，监管者仍然使用评级来决定贷款者的资本要求，机构寡头垄断仍然从发行人为自己评级支付的内在利益冲突中获利。因此，该系统逐渐迈向了评级通货膨胀（grade inflation）的阶段，即一家机构在试图提振市场占有率的同时会损害到另一家机构。

政府监管者、独立的会计师事务所以及信用评级机构代表了资本市场裁判的A团队。B团队包括证券分析师、行业监管者、内部检举人和商业媒体。

证券分析师

证券经纪公司的分析师是华尔街营销团队的一部分，所以，他们并不乐意对他们所分析的公司出具卖出建议，因为害怕危及他们雇主的关系，切断公司的信息源，甚至丢掉他们的工作。金融行业分析师在2008年的情况就是这样：他们的卖出建议在股价下跌了60%或70%以后才姗姗来迟。

买方分析师的报告是非公开的，仅供内部投资组合经理使用。通常情况下，对买方分析师的评级是通过相对表现来进行的。如果分析师的金融业精选下跌了50%，而整个板块却下跌了60%，那么他就可以宣告胜利了。因此，他并不愿意建议投资组合经理完全不涉足某一板块。共同基金和投资基金的投资组合经理也以同样的方式进行操作——如果大盘指数下跌了50%，而经理的大盘基金仅下跌了45%，那么经理就获得了高于市场平均数的收益。分析师和投资组合经理都不会积极地发出警报，部分原因就是这个绩效评估体系。卖空者可以对此种行为进行检验，但是相对于买方来说他们寡不敌众，并且还会受到监管者和行业的打压。

证券交易所和行业监管者

股票市场（如纽约证券交易所）都有内部监管者，他们的职责是防止滥用。他们在揭露不法行为方面的历史简直糟糕透顶。

内部检举人

内部检举人发现不恰当的行为，并向监管者和新闻报纸揭露。他们不仅无法从这些行为中谋求个人利益，还会面临来自雇主的报复。尽管内部检举人在过去发现了华尔街丑闻，但在预先阻止2008年的恐慌方面他们却并没有起到很大的作用。奖励内部检举人的立法能够使他们的群体壮大，但这种努力却一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又一次地受到行业的拖延。

商业媒体

正如本书先前提到的一样，虽然金融和工业对普通美国人来说非常重要，但是商业媒体也并不是一个强有力的真相检查员。仅有极少数的新闻报刊，如《华尔街日报》《纽约时报》和《金融时报》，会在这一话题上投入大量的资源。许多杂志专注于商业报告，但除了《巴伦周刊》和《福布斯》，大部分都未能带着怀疑的眼光看待他们的新闻报道。2000 年和 2009 年的危机之前，平面媒体刊登了各种各样的报道，质疑全球房地产的猛涨。但由于没有坚持重复，这些报道都被华尔街的营销团队所掩盖了。同时，商业电视节目往往与华尔街相互串通（可能并不是故意的），导致更多的泡沫。例如，美国全国广播公司财经频道（CNBC），据《华盛顿邮报》报道："将企业管理人员、基金经理和投资分析师聚集到一起，大谈股票。"为了与之平衡，一些网络节目不时发布一些悲观的评论。但即使在 2008 年危机前夕可耻的表现之后，电视节目的基调也仍然一如既往地乐观。

另一场危机的必然性

繁荣、草率和偷工减料是市场危机的前奏，注定会不断上演。首先，美国的经济似乎是处于以 7 ~ 10 年为周期的兴衰更替当中，投资者的情感对象也随之从一类资产转移到另一类资产，使裁判们将注意力放到了上一场战役中，而不是新出现的危机上。"周期是人性使然，"总部位于巴黎的罗萨里奥合伙人（Rosario Partners）的一位家庭办公室经理克里斯蒂安·皮科特（Christian Picot）评论道，"这一直存在。股票市场是企业融资的资本化方式，你无法改变人类的贪婪。"

华尔街的贪婪是通过交易佣金、短期交易利润以及资产管理费用得以满足的，而不是向投资者客户提供稳定、绝对的回报。过去 10 年来最大的金融丑闻（见表 28-1）都以这种动机为出发点。但客户和监管者都没有在改革该行业的薪酬结构上做出什么努力。此外，绝大多数罪犯都逍遥法外。几乎没有任何涉及丑闻的个人被判定有罪，或者采取行业禁入。相反，监管当局只选择性地惩罚一些雇主（以及他们的外部股东），处以相对非法所得来说罚金的数目很少，从而使得不道德的行为成为一种有利可图的冒险。通常，处以微不足道的经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惩罚是为了与粉饰性的法律协调相一致，因此犯罪人员既不承认也不否认不当行为，而是承诺以后再也不会这样做了！这种荒诞的执法鼓励华尔街的机构（投资银行、商业银行、储贷机构、保险公司、对冲基金以及共同基金等）一次次地挑战法律的界限。

表 28-1 金融行业丑闻（1999～2009 年）

金融行业丑闻焦点	描述
抵押贷款信用评级	信用评级机构给予了数千万抵押贷款证券化产品不当的过高评级
商业银行通道业务（结构性投资工具）	外部审计允许数千万的银行支持通道负债被列示在资产负债表外
房利美、美国国际集团（AIG）和安然丑闻	过多的夸大陈述躲过了审计的尽职调研，导致了投资者和政府数千亿美元的损失
瑞士银行的秘密账户	瑞士银行的诉讼案件使得数千名在瑞士银行有存款的美国居民被曝光，他们都拒绝配合美国当局
麦道夫庞氏骗局	各大经纪公司被发现先于客户的指令进行交易，赚取了数十亿美元的利润，而让客户蒙受损失
共同基金欺诈	共同基金允许选定的基金在正常的交易时间结束几个小时之后交易其股票，损害了其他共同基金持有人的利益
共同基金收受回扣	各大经纪公司将其客户数百亿美元的资金投资于某些共同基金，同时向客户隐瞒了它们从这些共同基金收取介绍费的事实
股票期权追溯	成百的上市公司虚报价格，以低价出售股票期权给企业高管，使得外部的股东蒙受损失
互联网证券研究	各大投资银行被牵扯进一项 14 亿美元的案子，它们被指控操纵互联网证券研究以抬高 IPO 和交易佣金

注：丑闻的规模、损失以及频繁程度都表明需要更强硬的监管，但是行业参与者和监管机构本身都在逃避责任。

面对监管如此系统性的失败，联邦政府如果像 20 世纪 30 年代罗斯福在创建美国证券交易协会时的做法一样，将现有的组织废除重建，可能会很有益。财政部长和纽约美联储前主席蒂莫西·盖特纳（Timothy Geithner）在谈到 2008 年的危机时也说：“我希望我曾努力改变这一体制，而不是在这一体制下努力工作。”2008 年的恐慌带给美国经济数万亿美元的损失（以及其他地方的巨额损失），使得大刀阔斧的改革合情合理，但真正的改革却是不可能的。截至本书撰写时，国会正在考虑一些更有效的监管选择，但很有可能现有的市场参与者仅仅会获得更大的投资组合，因为美国证券交易协会、美联储以及其他的监管机构会为了保住自己的地位相互竞争。这些机构消极的、技术存在缺陷的文化会占主导，一旦自满的情绪再次出现，又会使投资者们面临其他的灾难。杰米·考特（Jamie Court）是非盈利的消费者保护组织（Consumer Watchdog）主席，他说得非常确切：“当你在对付同一只狗的时候，你其实是在对付同一群跳蚤。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，一些业内知名的大客户，如加利福尼亚养老基金（California State Pension Fund）要求改变华尔街支付薪酬方式，但是大部分的客户都过于分散和无组织，以至于改革无法进行。更好的薪酬模式和更有利的监管并不会扭转制造泡沫的行为，但是却可以平滑市场的震荡。在这之前，证券分析师、商业评估者和股权投资者必须能预见下一次的市场崩溃。

此外，诸如美国银行（Bank of America）、房利美和高盛这些被认为“大而不倒”的巨型企业并没有缩小规模。这些企业凭借着经济和政治实力，以谋略制胜政府监管机构。因此，新的道德危机已经开始酝酿，这些巨型企业承担了过高的风险，但预期的政府救市带来了安全感，从而使得投资者们继续贷款给他们。

同样地，危机之后，会计师事务所和信用评级机构仍然会在日常运作中面临相同的利益冲突，即裁判员由他们负责的客户支付酬劳。最简单的解决方案就是会计师和和评级机构每隔几年随机地在上市公司之间轮换。这样的话，客户会定期更换，会计师和评级机构就都没有为留住客户而扭曲规则的动机了。其他的评论员也提出了同样的想法，但是国会却从来没有探讨过。

证券分析师和企业估值会如何变化

Fortigent 有限责任公司的一位主管丹·特罗士（Dan Trosch）说：“投资者只能听任每 7 ~8 年一次的大熊市的发生。”而这并不是什么遥远的事。问题是，鉴于这一预测，证券分析师和商业评估顾问该如何调整他们的基本方法。

首先，有人建议投资者应当对美国市场采用比历史数据显示的更高的股权风险溢价。与常规的 6% ~7% 相比，9% ~10% 的风险溢价可能更合适。同时，分析师应当在预测收益时多进行经济衰退的情景分析，摒弃过去线性预测的方法。他们还可以加大 3 年、5 年及 10 年平均价值比率［企业价值倍数（EV/EBITDA）和市盈率（P/E）］在报告中的使用，从而减少最近一年业绩（特别是经济繁荣之年）的影响。最后，由于联邦政府在未来可预见的很长一段时间都会采取赤字政策，并且更多地表现出干涉企业的倾向，美国股票的研究报告应当花时间在国家风险方面，而这正是华尔街在研究国内股票时常常忽略的。在美国，高通胀、美元贬值以及主权评级下调（从 AAA 下降到 AA）的预期在增强。因此从业人员应当考虑到国家风险与公司估值之间的联系。

从工作的角度来讲，一些上市公司的股票分析师会发现对他们的评价是基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于更长的周期如2～3年，而不是大部分雇主所青睐的季度或者年度的方法。在某些机构中，可能存在对分析师的评价从相对表现向绝对收益转变的情况，部分是由那些给亏钱的经理仍然支付了每年0.5%～1.5%佣金的投资者推动的。与绝对收益的概念相符，分析师（包括买方和卖方）都面临着出具更多“卖空”建议的压力，以作为对传统的买入、卖出或持有指令的补充（见表28-2）。

表28-2 证券分析师和商业评估，后危机时期

过程

- 使用比历史统计数据要求的更高的股权风险溢价
- 在预测企业收益时以经济萧条情景分析取代传统的线性预测
- 使用超过3年、5年以及10年的平均或加权平均价值乘数以消除过去12个月经营业绩的影响，以便将经济周期的影响考虑在内
- 在美国股权分析报告中引入国家风险，以反映对财政、货币及监管政策所带来的更高主权风险的观点

工作

- 对分析师的评级从基于3～12个月的周期向更长的周期转变，如2～3年；更多地考虑绝对收益而不是相对表现
- 除了买入、卖出以及持有的建议外，“卖空”建议呈增加趋势
- 通过与之前繁荣和萧条时期类似数据的对比，对当前的价值比率进行真实性检验

最后，成熟的证券研究消费者会希望对他们的研究报告进行更多的理性检查，从而使某一行业的价值比率与先前繁荣或者萧条周期中的同类统计数据进行对比。最后的这一调整主要是针对分析师的，即使是在市场共识都与之相背时，他们仍会被要求出具行业处于最高或最低点时的预测。

小结

美国政府擅长于投入资源对金融企业进行救市，但在防止价格激增和导致萧条的不当行为方面却效率低下。这样的局面预计将无限期地持续下去，因为加强金融监管的努力达不到所需要的程度。分析人员必须在企业纳税申请、报表审核以及信用评级方面尽职尽责。

面对经常性市场下滑的预期，股票研究和企业价值评估报告的消费者应该鼓励证券分析师和商业评估师在他们的工作中考虑更高的折现率、经济萧条的情景分析以及美国的主权风险。产生的影响是，对美国和全球其他股票的企业价值倍数和市盈率设置一个上限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 29 章

结 束 语

在本书第 1 版出版之后，金融行业和证券分析行业充斥着各种喧嚣浮躁的氛围。全球两大股票交易所崩盘，促使政府加强了对于资本市场的干预，金融体系内的过度自由放任也促成了新监管法规政策的出台，其中有些直接影响到股票和商业估值。这一系列事件说明传统方法（本书中介绍的所有方法）也都需要相应变革，尽管这些方法的基础并没有发生重大变化。

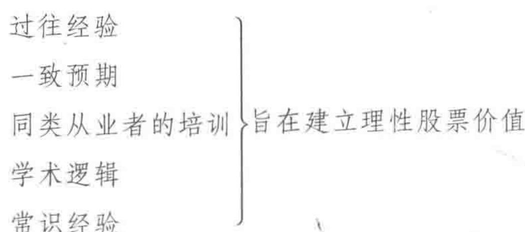
本书作为证券分析和企业估值的综合介绍，一步一步详细描述了评估公司的流程，以及各位在使用的过程中可能遇到的问题。认真读过本书的读者们现在就可以用这些工具来评估各种业务了——和专业人士一样！

个股的股价会时上时下，因此我建议读者们带着审慎挑剔的眼光细致深入估值环节。“投资风险自负”向来是华尔街至高无上的格言，工作重心应该放在购买股票的客户上，不能单纯为了销售而销售。发行人和经纪商都有夸大言辞的倾向，话只能信一半；政府的监管不愿意、也无法阻挡所有的违规者。每个分析师在估值过程中尽量追求准确，但又经常同时考虑到职业发展、公司薪酬奖励机制、利益冲突。这些因素可能很微妙，但确实在无形中影响了从业者的行为。

证券分析并非是严密的科学，由于环节中的假设和主观判断，每种估值方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法都有不精确的地方。然而，一套过往经验、一致预期、同类从业者的培训、学术逻辑、常识经验组合在一起，可以帮助大多数业务建立理性的定价。



每过7~10年，感性力量和金融危机就会压过传统方法，试图识别这种趋势也是从业者义不容辞的责任。证券分析的目标是能带来超额回报（绝对回报和相对回报）的投资建议。为什么我如此强调绝对回报？因为投资者不应仅仅满足于大盘下跌20%、自己的组合净值下跌10%。损失了10%仍然是在亏损。只有大型公募基金经理可以在损失得比市场少时仍然宣布自己是成功的，因为基于规模的管理费用仍然能为他们带来不菲的收入。相比较而言，为证券研究专门投入的时间和费用应该物有所值，带来的利润应该超过被动管理的指数型基金。

要想平衡二级市场股票投资的风险和回报，成功的关键在于本书中介绍的严格方法；该方法的关键之处在于准备书面的研究报告，包括了自上而下的研究、财务预测和对照研究。商业估值、兼并收购、私募股权基金的专业人士也可以使用这一方法。

需要提到的一点是，研究报告并不是完全依赖于互联网、公开信息、管理层采访言论。从业人士可以辅以第一手的现场调研数据，包括与公司客户、供应商、竞争对手、一线员工、政府机构的访谈。调研最后的精华被总结成报告和投资建议。有经验的分析师不会直接采用管理层经过粉饰的预测，而是自己使用独立来源的信息，决定公司管理层的预期是否现实。

证券分析、商业估值、兼并收购、私募股权基金主要依靠以下几种方法。

- 内部价值（折现现金流法 DCF）。用未来股利的净现值来决定业务的价值。
- 相对价值（可比公司法）。用与同类可比公司比较来决定公司的价值。
- 收购价值。通过对比第三方收购方（例如另一个实业企业或杠杆收购基金）的价值，来计算公司的股价。然后对于被动类的少数股东权益投资给予25%的折价。
- 分部加总法。对于多元化业务，对各类业务分别估值而后加总，其和就是整体的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在给某只证券定价时从业人员会尝试各种方法，因为每种方法都是对其他方法的检验。例如，如果DCF估值给出的公司内在价值远远高于相对价值法得出的公司价值，分析师应该再次仔细复查计算结果，看看是财务预测过于乐观了，还是折现率过于悲观了。如果发现两者都没有问题，他可能会得出该行业估值整体偏低的结论。

大多数时候，股票二级市场的投资者使用这四种方法都会觉得很受打击：最后的估值往往落在股票交易价格上下15%的区间之内，意味着不做出买入或者卖出的投资决策。换句话说，分析师花了大量的时间和金钱，但除了证明市场很有效外，没有任何可以秀出来的工作成果。对此分析师不应感到倍受打击。也许在10家公司里，他能找到一家有意义的价格偏差，未来价格偏差可以自行复归、提供超额收益。但是即使在这些少见的机会里，分析师也不需要做到100%正确。只要60%～70%正确，你已经可以做华尔街的明星了。

此外，作为自身的竞争优势，从业者不需要通过频繁做波段来超越市场。只要每年能超越指数3%已经足以让你在基金经理的队伍里跻身前列。背后的数学很简单，如果标普500指数连续10年回报10%，那么1 000美元的投资就变成2 600美元。如果证券分析可以将回报率从10%增加到13%，那么1 000美元就变成了3 400美元，差距是800美元。

不可避免地，信守证券分析准则的专业人士有时会采取逆势操作。例如他可能会在市场都买入时选择卖出。维持与市场相反的观点需要很大的勇气，也需要长期投资的准备，因为市场接受背后的逻辑需要一定的时间。在这段时间里，投资者可能持续几季度逊于大盘，分析师的公司考核如果是短期视角的话，他的职业升迁也会遇到阻碍。

商业估值在当今的商业社会起到了非常重要的作用。股票市场的投资者、私募股权基金、兼并收购类机构、政府监管机构如何解读公司未来的前景，在很大程度上可以为公司带来或者夺去财富。同时，公司管理层至关重要的决策能否实施又取决于为其贷款的机构是否按预测的为其提供支持。就投资方而言，数以万计的个人和机构将其储蓄的很大一部分投资于股权市场，希望在风险可控的范围内获得满意的收益率。在这样严峻的情况下，活跃在商业领域、金融市场、政府的个人应当充分了解商业估值在华尔街这种真金白银交易的地方是如何实践的。

自从第1版出版以来，证券分析行业变得日益国际化，这个专题也在许多国家沿用、讲授。更多的公司上市，兼并收购交易继续长期的增长趋势，提升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了对商业估值专家的需求。私募股权基金、对冲基金、国家主权基金的数量也在急剧增加。近期的公开会计与政府监管推动了公司估值，行业以及个人都要对这一学科有所了解。

读者目前已经获取了用理性方法评估个股、整个公司和整个市场的必备工具，知道商业估值是学术理论、实际应用、经济预期、周期性因素、情绪影响所有这些掺杂在一起的大杂烩。在这堆互相矛盾冲突的大杂烩的背后，是一系列经过实践检验的技术，其为定价过程中灌输了基本秩序。尽管目前的这些方法大众已经广为接受，对某类特定公司进行评估估值的关键指标仍然处在变化之中。此外，在估值过程里占重要位置的财务预测，其本质上也是不确定的。不断变化的环境（与涉及的大量资金）使证券分析成为一个非常有趣、充满生机的行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注释

本书部分基于大量的访谈，在注释中并未引用全部访谈。所有正文中援引的受访者都是实名。所有引用其他著作之处均列于此。

第 1 章

1. Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis: The Classic* 1940 *Edition* (New York: McGraw-Hill, 2002), 33.

第 2 章

1. Standard & Poor's Indices Versus Active Scorecard, Year End 2008, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SPIVA_Report_Year-End_2008.pdf.

第 6 章

1. Asher Hawkins, "Drug Shock," *Forbes*, December 24, 2007, 110.

第 7 章

1. Michael Porter, *Competitive Advantage* (New York: Free Press, 1998), 16.
2. Randall Stross, *The Microsoft Way* (New York: Basic Books, 1997), 27.
3. Thomas H. Lee & Co. legal filing, quoted in Paul Davies, "Refco Officers Are Sued," *Wall Street Journal*, C3.

第 9 章

1. 箴言和规则在很多财务教科书中都有介绍，例如：*The Analysis and Use of Financial Statements* by Gerald White, A. C. Sandi, and D. Fried (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2002) and *Analysis for Financial Management* by Robert Higgins (New York: McGraw-Hill, 2005).
2. Quoted in "Stocks Overvalued? Not in the New Economy," *Wall Street Journal*, November 3, 1997, Al.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. Erik Lie, "On the Timing of CEO Stock Option Awards," *Management Science* 51 (May 2005): 802-812.
4. Quoted in Terrence O'Hara, "The Fannie Mae Report," *Washington Post*, February 24, 2006. D1.
5. 卢多维奇·法利普(Ludovic Phalippou)和奥利弗·格施拉格(Oliver Gottschlag)教授在他们的论文《私募股权基金业绩:又一个谜》(*Performance of Private Equity Funds: Another Puzzle*, 2007)中，也提到了这一价值通胀现象。

第 11 章

1. A. Anandarajan, L. Becchetti, I. Hasan and M. Santoro, "Analyst Forecast Bias: Rational Judgment or Herd Behavior?" *Journal of Theoretical Accounting*, 2007.
2. Quoted in Yahoo! Inc., press release dated April 22, 2008.
3. Patrick Cusatis and Randall Woolridge, "The Accuracy of Analysts' Long-Term Earnings Per Share Growth Rate Forecasts," Pennsylvania State University, January 24, 2008.

第 20 章

1. The following academic studies cover private equity funds' inability to beat market aver-ages: Kaplan and Schoar, "Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows," University of Chicago and MIT, 2005; Gottschlag and Phalippou, "Performance of Private Equity Funds: Another Puzzle," INSEAD (France), 2007; Fung, Hsieh, Naik, and Ramadorai, "Hedge Funds: Performance Risk and Capital Formation," London Business School, Duke and Oxford, 2006; Gottschlag, Phalippou, and Lopez-de-Silanes, "Caveats When Venturing into the Buyout World," University of Amsterdam, 2007.

第 21 章

1. "Bre-X Scandal Takes Toll on Investors," *Washington Post*, July 17, 1997.

第 22 章

1. Chris Cooper and Brody Mullins, "Wall Street Is Big Donor to Inauguration," *Wall Street Journal*, January 2009, A4.
2. Quoted in Vikas Bajaj and Stephen LaBaton, "Risks Are Vast in Revaluation of Bad Assets," *New York Times*, February 2009, A13.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 27 章

1. Mark Mobius, *The Investor's Guide to Emerging Markets* (Trans Atlantic Publications, 1994).

第 28 章

1. Quoted in Zachary Goldfarb, "What Went Wrong," *Washington Post*, December 16, 2008, A6.
2. Quoted in Mary Jordan, "UK Bank Regulator Resigns Amid Furor," *Washington Post*, February 12, 2009, A13.
3. *New York Times* editorial, January 7, 2009, A30.
4. Justice Department report on New Century Financial, covered by *Trusted Professional* (newspaper of NYSSCPA) Ⅱ, no. 7 (April 15, 2008); Melissa Hoffman Lajara, "Bankruptcy Report Alleges Auditor Missteps," *Trusted Professional* II, no. 7 (April 15, 2008).
5. Quoted in Arthur Herzog, *Vesco: From Wall Street to Castro's Cuba* (Author's Choice Press, 1987, 2003), 70.
6. Zach Goldberg, "Jon Stewart Indicts the Business Press," *Washington Post*, March 13, 2009, A1.
7. Quoted in Robert O'Harrow, Jr., and Jeff Gerth, "As Crisis Loomed, Geithner Pressed and Fell Short," *Washington Post*, April 3, 2009, A14.
8. Quoted in Daniel Wagner and Matt Apuzzo, "No Pink Slips for Bailed-Out Bank Execs," Associated Press article, January 27, 2009, taken from Yahoo! News.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构化与证券化系列丛书

本套丛书由机械工业出版社华章公司从美国大量相关书籍中精挑细选而来，部部都是经典之作，涵盖了金融市场结构化金融及资产证券化的所有领域，可谓美国资产证券化的真经。资产证券化发始于美国的金融产品创新，对全球的金融体系都产生了深远影响，读者可以从中吸取宝贵经验和实务操作方法，快速成就具有中国特色的资产证券化。

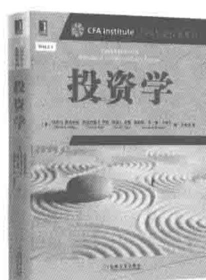


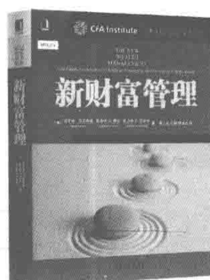
书名	书号	定价
资产证券化导论	978-7-111-46538-6	59
证券金融：融资融券与回购协议	978-7-111-47717-4	59
高收益产品大全	978-7-111-47816-4	59
REITs：房地产投资信托基金（原书第4版）	978-7-111-47866-9	59
抵押支持证券：房地产的货币化（原书第2版）	978-7-111-49212-2	59
债务担保证券(CDO)：结构与分析（原书第2版）	978-7-111-51746-7	69
结构化产品和相关信贷衍生品	978-7-111-53035-0	59 (暂定)
结构化金融手册	预计2016年出版	59 (暂定)
金融风险管理手册	预计2016年出版	59 (暂定)
全球资产证券化及CDOs	预计2016年出版	59 (暂定)

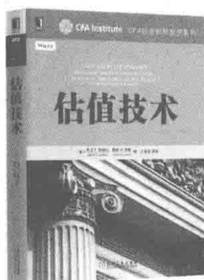
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

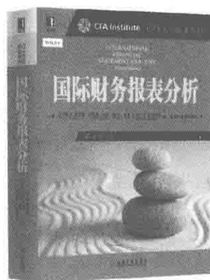
CFA协会投资系列
CFA协会机构投资系列

机械工业出版社华章公司历时三年，陆续推出了《CFA协会投资系列》（共9本）《CFA协会机构投资系列》（共4本）两套丛书。这两套丛书互为补充，为读者提供了完整而权威的CFA知识体系（Candidate Body of Knowledge，简称CBOK），内容涵盖定量分析方法、宏微观经济学、财务报表分析方法、公司金融、估值与投资理论和方法、固定收益证券及其管理、投资组合管理、风险管理、投资组合绩效测评、财富管理等，同时覆盖CFA考试三个级别的内容，按照知识领域进行全面系统的介绍，是所有准备参加CFA考试的考生，所有金融专业院校师生的必读书。









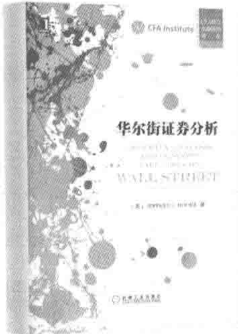
序号	丛书名	中文书号	中文书名	原作者	译者	定价
1	CFA协会投资系列	978-7-111-45367-3	公司金融：实用方法	Michelle R. Clayman, Martin S. Fridson, George H. Troughton	汤震宇 等	99
2	CFA协会投资系列	978-7-111-38805-0	股权资产估值（原书第2版）	Jeffrey K.Pinto, Elaine Henry, Jerald E. Pinto, Thomas R. Robinson, John D. Stowe, Abby Cohen	刘醒云 等	99
3	CFA协会投资系列	978-7-111-38802-9	定量投资分析（原书第2版）	Jerald E. Pinto, Richard A. DeFusco, Dennis W. McLeavey, David E. Runkle	劳兰珺 等	99
4	CFA协会投资系列	978-7-111-38719-0	投资组合管理：动态过程（原书第3版）	John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Dennis W. McLeavey, Jerald E. Pinto	李翔 等	149
5	CFA协会投资系列	978-7-111-50852-6	固定收益证券分析（原书第2版）	Frank J. Fabozzi	汤震宇 等	99
6	CFA协会投资系列	978-7-111-46112-8	国际财务报表分析	Thomas R. Robinson, Elaine Henry, Wendy L. Pirie, Michael A. Broihahn	汤震宇 等	149
7	CFA协会投资系列	978-7-111-50407-8	投资决策经济学：微观、宏观与国际经济学	Christopher D. Piros	韩复龄 等	99
8	CFA协会投资系列	978-7-111-46447-1	投资学：投资组合理论和证券分析	Michael G. McMillan	王晋忠 等	99
9	CFA协会投资系列	978-7-111-47542-2	新财富管理：理财顾问客户资产管理指南	Roger C. Gibson	翟立宏 等	99
10	CFA协会机构投资系列	978-7-111-43668-3	投资绩效测评：评估和结果呈报	Todd Jankowski, Watts S. Humphrey, James W. Over	潘席龙 等	99
11	CFA协会机构投资系列	2016即将出版	风险管理：变化的金融世界的基础	Austan Goolsbee, Steven Levitt, Chad Syverson	郑磊 等	149
12	CFA协会机构投资系列	978-7-111-47928-4	估值技术：现金流贴现、收益质量、增加值衡量和实物期权	David T. Larrabee	王晋忠 等	99
13	CFA协会机构投资系列	978-7-111-49954-1	私人财富管理：财富管理实践	Stephen M. Horan	翟立宏 等	99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CFA协会金融前沿译丛

本套丛书为机械工业出版社华章公司与北京CFA协会携手合作，翻译、出版的一系列金融投资领域的前沿著作，甄选全球金融领域最新鲜、实用的金融知识和经验，务求贴合广大金融从业人员的实践需要。







书名	作者	ISBN	价格
投资组合绩效测评实用方法	Carl R. Bacon	978-7-111-48762-3	59.00元
REITs:人员、流程和管理	David Parker	978-7-111-51354-4	59.00元
并购指南：如何发现好公司	Jeffrey C. Hooke	978-7-111-52048-1	59.00元
现金流建模边学边练	Keith A. Allman	978-7-111-52121-1	49.00元
债券投资策略（原书第2版）	Anthony Crescenzi	978-7-111-52443-4	69.00元
债券组合投资	Vineer Bhansali	978-7-111-53015-2	59.00元
证券化和结构性融资后信贷紧缩：整个生命周期的新做法	Keith A. Allman	预计2016年出版	59.00元
并购套利：如何从事件驱动套利中获利	Thomas Kirchner	预计2016年出版	59.00元
华尔街证券分析	Jeffrey C. Hooke	预计2016年出版	59.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街证券分析 股票分析与公司估值（原书第2版）

Security Analysis and
Business Valuation on Wall Street
A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods, 2nd Edition

对本书第1版的赞誉

本书广受欢迎，堪称当代的《证券分析》。

—

对第2版的赞誉

杰弗里·胡克写出了对单只股票和整个公司进行估值的整个过程。本书对各类读者都有所帮助，从活跃的投资者、财务顾问到准备公开上市或募集资金的公司。虽然只有一本书，但内容涵盖丰富。

——**威廉·海曼** 旅行者集团董事会副主席、首席投资官
美国证监会（SEC）市场监管部原总监

第2版的出版恰逢其时。在我们刚从最严重的金融危机的惨痛回忆中恢复过来时，教会人们对证券进行全面分析非常必要。胡克的书可读性很强，易于理解，即使非CFA也可以读懂。本书可以帮助从业人士避免随意做出错误的投资决策。

——**丹尼斯·弗兰纳里** 美洲开发银行前执行副总裁

对于有志于成为估值专家和证券分析师的人士来说，本书不仅仅是一本教科书，它将是关于最新方法论的鲜活的指南，其中附有大量现实生活中的案例，切中要害。

——**罗恩·埃弗里特** 认证商业评估师（CBA）
商业评估中心高级管理合伙人

过去几年的金融危机揭示了正规训练估值技术势在必行。胡克提供了一系列概念和工具来加以实现。他避开了刻板教条的方法，关注于公开市场股票和私募股权各自的差异化特性。

——**亚历克斯·特里安蒂斯**
马里兰大学 罗伯特 H. 史密斯商学院财务处 主任

本书展示了覆盖商业估值方面的完整介绍，成果令人赞叹。作者将内行的深刻洞察力与顶级学术的严密性相融合。胡克从不羞涩于表达自己的观点，这令本书独一无二，读来引人入胜。

——**卢多维克·法里普** 阿姆斯特丹大学金融学教授

本书可作为兼并收购专业人士的参照宝典，堪称无价之宝。胡克提供了整体的宏观视野，并给出了每种估值方法的原理以及与其他方法的比较。本书还辅以他独有的幽默风格的案例。

——**加里·尼尔森** Sigma Federal主席，SRA International前副主席

本书的资源对金融分析领域的（或即将成为的）专业人士非常有用，是有关私募股权领域使用的估值方法论的必读书目。

——**马特·牛顿** 哥伦比亚资本合伙人

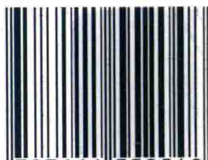
胡克的书提供了关于金融分析和商业估值颇有见解的方法。无论是基金经理还是投资银行家，本书应当成为任何想成为证券行业从业者的必读书。

——**乔治·科诺** o Partners资深顾问



WILEY
www.wiley.com





上架指导：金融
ISBN 978-7-111-55204-8
定价：79.00元

投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn